

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami

Determination of the value of the company by selected yield methods

Student: Bc. Renata Číhalová

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2010

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci včetně příloh vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 30. 4. 2010

.....

Obsah

1 Úvod.....	4
2 Metodologie stanovení hodnoty podniku.....	5
2. 1 Podnik jako předmět ocenění	6
2. 2 Hodnota oceňovaného podniku a její kategorie	6
2. 2. 1 Tržní hodnota.....	7
2. 2. 2 Subjektivní hodnota	7
2. 2. 3 Objektivizovaná hodnota.....	8
2. 2. 4 Kolínská škola	8
2. 3 Důvody pro ocenění podniku	9
2. 4 Postup při oceňování podniku	9
2. 4. 1 Sběr vstupních dat.....	10
2. 4. 2 Analýza dat.....	10
2. 4. 2. 1 Strategická analýza.....	10
2. 4. 2. 2 Finanční analýza.....	12
2. 4. 3 Finanční plán	19
2. 5 Metodologie oceňování.....	19
2. 5. 1 Majetkové metody	19
2. 5. 2 Výnosové metody	21
2. 5. 3 Komparativní metody.....	26
2. 5. 4. Kombinované metody	27
2. 5. 5. Fázové metody.....	27
2. 6 Náklady kapitálu.....	28
2. 6. 1 Průměrné náklady na celkový kapitál	29
2. 6. 2 Náklady na vlastní kapitál	29
2. 6. 2. 1 Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM.....	29
2. 6. 2. 2 Arbitrážní model oceňování - APM	30
2. 6. 2. 3 Dividendový růstový model.....	30
2. 6. 2. 4 Stavebnicové modely.....	31
2. 6. 3 Náklady na cizí kapitál.....	32
3 Charakteristika, strategická a finanční analýza vybraného podniku	34
3. 1 Historie společnosti.....	35
3. 2 Současný vývoj.....	36

3. 3 Strategická analýza	37
3. 3. 1 Analýza makroprostředí	37
3. 3. 2 Analýza mikroprostředí	39
3. 3. 2 SWOT analýza	42
3. 4 Finanční analýza společnosti	43
3. 4. 1 Oblast zadluženosti	43
3. 4. 2 Oblast rentability	44
3. 4. 3 Oblast likvidity	46
3. 4. 4 Oblast aktivity	47
3. 4. 4 Altmanův model	48
4 Ocenění podniku a zhodnocení výsledků	49
4. 1 Sestavení finančního plánu	49
4. 2 Určení volných peněžních toků - FCFE	52
4. 3 Stanovení nákladů na vlastní kapitál	52
4. 4 Stanovení hodnoty podniku dvoufázovou metodou DCF- Entity	54
4. 5. Stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných zisků	55
4. 6 Zhodnocení výsledku	57
4. 7 Analýza citlivosti	58
4. 8 Stanovení hodnoty akcií společnosti Paramo, a. s.	60
5 Závěr	62
Seznam použité literatury	64
Seznam zkratk a symbolů	
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
Seznam příloh	

1 Úvod

Specializace oceňování podniků se dostává do popředí veřejnosti hlavně po významném kroku souvisejícím s transformací ekonomiky, především s transformací vlastnických vztahů. Problematikou oceňování se v podniku zabývá zejména oddělení finančního řízení, jehož chování je ovlivňováno nejrozličnějšími globalizačními trendy, rostoucí konkurencí, otevíráním nových trhů, fúzemi a akvizicemi. Stanovení hodnoty podniku je významným kritériem při taktickém řízení firmy a pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí managementu.

Rostoucí význam oceňování podniku je zapříčiněn výrazným myšlenkovým odklonem od tradičního měření splnění cílů podnikání směrem k preferování zvětšení tržní hodnoty podniku. Tato koncepce je založena na řízení hodnoty pro vlastníka, která je postavena na modifikovaných ukazatelích umožňujících úspěšně a lépe identifikovat procesy a činnosti, jejichž hodnotu pro akcionáře a rovněž celkovou hodnotu firmy reálně a dlouhodobě zvyšují.

Oceňovatelé podniků se v České republice opírají především o ekonomickou teorii, protože doposud neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl při oceňování podniku obecně závazný. V určité míře je možno se přiklonit k předpisům, které se této problematice alespoň dílčím způsobem dotýkají. Nejdůležitějším předpisem je zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb., dále zákon 563/1991 Sb., o účetnictví a zákon 513/1991 Sb., obchodní zákoník. Nevylučuje se zde i aplikace mezinárodních standardů, jako jsou Mezinárodní oceňovací standardy a Evropské oceňovací standardy.

Úspěšnost procesu ocenění vyžaduje teoretické a praktické vědomosti a zkušenosti oceňovatele. Výsledná hodnota podniku je ovlivněna rozsahem a kvalitou dat, časovým horizontem a použitou metodou. Při rozhodování o druhu použité metody musíme mít na zřeteli především účel ocenění, pro který se ocenění provádí. Jednotlivé postupy metod lze aplikovat pouze za určitých podmínek a předpokladů, a proto jejich nerespektování může vést k nesprávné interpretaci výsledných hodnot. Volba metody je stejně tak ovlivněna subjektivním postojem oceňovatele, jehož snaha by měla vést k určení tzv. objektivizované hodnotě, která v praxi vzniká kombinací oceňovacích postupů s různými teoretickými základy.

Cílem diplomové práce je stanovit hodnotu vlastního kapitálu společnosti Paramo, a. s. k datu 1. 1. 2009, pomocí vybraných výnosových metod.

2 Metodologie stanovení hodnoty podniku

Metodická část obsahuje teoretické zpracování strategické analýzy, kde je uveden nástin SWOT analýzy k odhalení příležitostí a rizik podniku. Dále je navázáno na finanční analýzu se zaměřením na poměrové ukazatele a její výpočty ukazatelů rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity. Ve stěžejní části jsou popsány jednotlivé metody ocenění a způsob stanovení nákladů na kapitál.

2.1 Podnik jako předmět ocenění

V centru problému oceňování stojí podnik jako celek, jenž se vyskytuje ve dvou pojetích. Podnik jako právní rámec v sobě zahrnuje útvar, který je kupován, fúzován, sanován, do něhož vstupuje nebo naopak vystupuje společník apod. Podnik coby hospodářská jednotka zahrnuje smysluplné propojení hospodářských výkonů a hospodářských statků sloužící podnikovému cíli.

Podnik představuje účelovou konfiguraci pozemků, nemovitostí, strojů a zařízení. Tato konfigurace aktiv je vesměs nedělitelná, jedinečná a méně likvidní. Tyto skutečnosti mají významné důsledky pro vymezení hodnoty podniku. Nejvíce preferovaná definice podniku je uváděná v obchodním zákoníku a zní následovně: „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“

Podnik jako soubor majetkových hodnot je podnikem tehdy, když plní základní účel, pro který byl založen, a to dosahování zisku. Proto definici podniku jako „účelné kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk“ obsažené v německých oceňovacích zásadách lze považovat za výstižnější.

2.2 Hodnota oceňovaného podniku a její kategorie

Cílem oceňování podniku je zjištění jeho hodnoty, nikoliv ceny. Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu. Ve skutečnosti je hodnota odhad pravděpodobné ceny, na které by se jinak dohodli za optimálních podmínek kupující s prodávajícím. Výsledná cena je konkrétní částka, za kterou je předmět obchodu směněn, a který byl ovlivněn řadou faktorů. Mezi tyto faktory patří psychologické aspekty, časová tíseň, osobní vztahy mezi kupujícím a prodávajícím a

obratnost při cenovém vyjednávání. Hodnota podniku proto není totožná s cenou, jak je tomu obvykle u jiného zboží, hodnota a cena se rovnají jen vyjíměčně. (Kislingerová-posl.věta)

Lze oceňovat na různých hladinách hodnotu podniku.

- Hodnota brutto – stanovení hodnoty podniku jako celku. Zahrnuje hodnotu pro vlastníky i věřitele.
- Hodnota netto – ocenění na úrovni vlastníků podniku. Stanovujeme hodnotu vlastního kapitálu.

Existují základní přístupy k oceňování podniků, které rozdělujeme na čtyři kategorie:

1. tržní hodnota,
2. subjektivní hodnota,
3. objektivizovaná hodnota,
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy.

2. 2. 1 Tržní hodnota

Základem této kategorie je existence trhu s podniky, případně trhu s podíly na vlastní kapitál podniků. Podmínkou pro vznik tržní ceny je tedy trh, na kterém působí více kupujících a více prodávajících. Předmětem odhadu je nakonec tržní cena, kterou označujeme jako tržní hodnota.

Organizace vydávající mezinárodní oceňovací standardy vypracovala definici tržní hodnoty, která zní: Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku, (Mařík, 2007).

Na trzích se však nachází pouze okamžitá cena nepřetržitě se měnící. Pokud jsou však tyto ceny používané k dalším účelům, tak se většinou pracuje se závěrečnou cenou nebo průměrnou cenou.

2. 2. 2 Subjektivní hodnota

Subjektivní hodnota je dána v rozhodující míře především individuálními názory a konkrétními podmínkami účastníků transakce. Pro ocenění z pohledu konkrétního subjektu se v německé teorii vžil pojem subjektivní hodnota. Naproti tomu se v Mezinárodním oceňovacím standardu používá název investiční hodnota a je definována následujícím

způsobem: „Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“

2. 2. 3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizované ocenění je schopen určit pouze profesionál, který není přímým účastníkem transakce a nezahrnuje do ocenění podniku své subjektivní názory a pocity. Základ objektivizované hodnoty je postaven v největší míře na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky.

Koncepce objektivizované hodnoty, nazývanou též koncepcí odhadců, se od ostatních hodnot odlišuje, ale můžeme zde najít tři styčné body. V prvním stupni jsou zahrnuty pouze všeobecně uznávané skutečnosti relevantní k datu ocenění, jenž tvoří základ tzv. objektivizovanou hodnotu - dolní mez hodnoty podniku. V druhém stupni figurují fakta, která jsou obecně známá a týkají se budoucnosti, ale jejich působení nemusí být jednoznačné. A v posledním stupni jsou zahrnuta čistě subjektivní hlediska. Souhrnem jednotlivých stupňů získáme subjektivní ocenění.

2. 2. 4 Kolínská škola

Kolínská škola modifikuje ocenění na základě obecných funkcí. Rozeznává několik funkcí oceňování a funkcí oceňovatele.

- Funkce poradenská – smyslem je poskytnout kupujícímu podklady a informace o maximální ceně, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal nebo o minimální ceně, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal.
- Funkce rozhodčí – vstupuje zde funkce rozhodčího, nezávislého oceňovatele, který by měl odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce, anebo nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí.
- Funkce argumentační – oceňovatel hledá argumenty pro zlepšení pozice dané strany a slouží mu jako podklad pro jednání.

- Funkce komunikační – podstatou je poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností, hlavně investorům a bankám.
- Funkce daňová – cílem je poskytnout podklady pro daňové účely.

2. 3 Důvody pro ocenění podniku

Samotné ocenění je službou, kterou si zákazník objednává za účelem přínosu nějakého užitku. Užitek může mít různou povahu podle potřeb objednavatele a cílů, a proto rozlišujeme jednotlivé podněty ocenění.

Ocenění související s vlastnickými změnami:

- koupě nebo prodej podniku,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti, dědická řízení,
- přijetí a vystoupení společníků,
- ocenění v souvislosti s fúzí nebo s rozdělením společností atd.

Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám:

- změna právní formy společnosti,
- přijetí anebo zvýšení úvěrů, zajištění úvěrů,
- vstup do pojistných smluv, hodnocení bonity,
- sanační opatření, likvidace atd.

V každém případě by u každého ocenění mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň (hladina) hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí, (Mařík, 2007).

2. 4 Postup při oceňování podniku

Před samotným zahájením oceňovacího procesu je nezbytné vyjasnění si nejprve důvodu, z jakého je ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Volba technik je tedy podřízena funkcím daného ocenění. Postup při oceňování je rozčleněn do sebe navazujících dílčích kroků:

1. sběr vstupních dat,
2. analýza dat,
3. sestavení finančního plánu,
4. ocenění – aplikace zvoleného metodického aparátu ve vazbě na účel ocenění.

2. 4. 1 Sběr vstupních dat

Základem veškerých analýz je prvotní získání potřebných dat, která lze účelně rozdělit do následujících skupin:

- základní data o podniku,
- ekonomická data,
- relevantní trh a jeho konkurenční struktura,
- odbyt a marketing,
- výroba a dodavatelé,
- pracovníci.

2. 4. 2 Analýza dat

Analýza dat je jednou z nejdůležitějších součástí celého oceňovacího procesu a dělí se na analýzu strategickou a analýzu finančního zdraví podniku.

2. 4. 2. 1 Strategická analýza

Jak již bylo výše uvedeno, hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu. Dlouhodobý vývoj příjmů je však zatížen vysokým stupněm nejistoty, který lze snížit sestavením tzv. strategického ocenění podniku, jehož cílem je zjistit vývojový potenciál. Jde především o zjištění faktorů ovlivňující budoucí vývoj nákladů, daní a investic, a případně jaké mohou vyvolat změny ve finančním hodnocení.

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku závislejícím na vnitřním a vnějším okolí. Souhrnně lze tuto aplikaci nazvat analýzou SWOT. Možnost zjistit do jaké míry je podnik schopen využít své šance a čelit určitým rizikům, je určena analýzou vnitřního okolí. Podrobným vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn jeho hlavních silných a slabých stránek. Srovnání vlastních specifík s konkurencí vymezuje pozici podniku v odvětví a vede k formulaci a rozvoji tzv. konkurenční výhody. Vnější okolí lze kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky nabízející se v podnikatelském prostředí. Vnější okolí podniku obvykle členíme do dvou vzájemně spjatých skupin.

Analýza makroprostředí – na výkonnost podniku má podstatný vliv vývoj makroprostředí. Podnik je zde chápán jako určitý subsystém, na který působí politické, technologické, ekonomické a sociální prostředí. V praxi byla prokázána příčinná souvislost mezi vývojem

jednotlivých parametrů makroekonomického prostředí s vlastní výkonností podniků. Jedná se především o vliv následujících ukazatelů.

Tempo růstu hrubého domácího produktu v dlouhodobém a střednědobém horizontu je předbírán o několik měsíců vývojem akciových kurzů v podobě globálního indexu. Na základě těchto skutečností je akciový trh považován za spolehlivý indikátor změn fází hospodářského cyklu.

Fiskální politika státu a její vývoj daňového zatížení právnických a fyzických osob ovlivňuje velikost disponibilního důchodu investorů. V této oblasti jsou sledovány také zdroje získané prostřednictvím daní, a jejich následné použití v ekonomice.

Vývoj peněžní nabídky v souvislosti s efektem likvidity má přímý vliv na vývoj akciových kurzů. Avšak v působení na reálný výstup ekonomiky má vývoj peněžní nabídky nepřímý vliv.

Vývoj úrokových sazeb, inflace a ekonomické a politické šoky se zcela zásadním způsobem promítají do ekonomiky podniku.

Analýza mikroprostředí – spočívá v porovnání společnosti s odvětvím a zahrnuje nejbližší účastníky společnosti, kteří ovlivňují její schopnost obsluhovat své trhy. Mezi hlavní faktory mikroprostředí podniku řadíme: analýzu zákazníka, konkurence a dodavatelů. Pro oceňování má mimořádný význam a vymezujeme zde dva základní okruhy problémů.

1. Identifikace základních charakteristických znaků odvětví – zahrnujeme zde citlivost odvětví na změny hospodářského cyklu, kde rozeznáváme cyklické odvětví (odvětví kopírující hospodářský cyklus), odvětví neutrální (odvětví neovlivňována hospodářským cyklem) a anticyklické odvětví (odvětví právě v období recese dosahují nejlepších výsledků). Další odvětvovou charakteristikou je způsob vládní regulace, kam řadíme např. regulované ceny a bariéry vstupu do odvětví. Poslední charakteristikou je struktura odvětví, na kterou působí pět dynamických konkurenčních faktorů (vstup nových konkurentů, hrozba nových výrobků nebo služeb, dohadovací schopnost kupujících, dohadovací schopnost dodavatelů, soupeření mezi existujícími konkurenty). Veškeré tyto faktory mají zásadní vliv na výnosnost odvětví, neboť ovlivňují především ceny, náklady a investice.
2. Prognóza vývoje odvětví – spočívá v porovnání historického vývoje tržeb, zisků a cen akcií. Zpravidla se sledují základní vývojové linie spojené s inovačními procesy ovlivňujícími základní parametry růstu. Při použití výnosové metody má stanovení parametru tempa růstu zásadní vliv na výsledné ocenění. Důležité při prognóze je určit

délku období, protože se zde musí promítnout očekávání z hlediska vývoje úrokových sazeb, devizových kurzů, politických událostí apod. Zpracováním odvětvových prognóz se zabývají profesionálové a výsledky těchto analýz jsou publikovány v odborném tisku, na internetových adresách jednotlivých společností a nebo na internetových stránkách Ministerstva průmyslu ČR.

Posuzování minulého vývoje makro a mikro prostředí slouží k identifikaci budoucích scénářů vývoje podniku, zvláště pak k odvození budoucích výnosů při aplikaci výnosových metod.

SWOT analýza - je jednoduchým nástrojem zaměřeným na charakteristiku klíčových faktorů ovlivňujících strategické postavení podniku. „Uplatněním SWOT analýzy je vedeno základním cílem rozvíjet silné stránky a utlumovat slabé a současně být připraven na potenciální příležitosti a hrozby.“¹

2. 4. 2. 2 Finanční analýza

Úkolem finanční analýzy je posoudit a zhodnotit úroveň současné finanční situace podniku, posoudit finanční situaci podniku v budoucnosti a zaměřit se na opatření, která by v budoucnosti zlepšila finanční situaci podniku. Pro hodnocení finanční situace a výkonnosti podniků se využívá celá řada poměrových ukazatelů. Základní informace používané pro finanční analýzu jsou informace z finančního účetnictví - tzv. účetní informace.

Finanční analýza umožňuje diagnostikovat rizika, která je třeba promítnout do úrokové míry a přispívá k hlubšímu seznámení s ekonomikou oceňovaného podniku. Tato analýza hodnotí podniky z hlediska vhodnosti pro převzetí buď pro jejich slabost nebo pro její slibné vlastnosti. Je tedy impulsem pro koupi nebo prodej podniku. Pro oceňovatele je znalost finanční analýzy obligatorní.

Metody používané ve finančních analýzách lze členit na metody deterministické a matematicko-statistické. Základnou finanční analýzy je užití poměrové analýzy, kde jsou systematicky analyzovány soustavy vybraných poměrových ukazatelů. Základními oblastmi ukazatelů finanční analýzy jsou ukazatele:

- finanční stability a zadluženosti,
- ukazatele rentability,
- ukazatele likvidity,

¹ Sedláčková, H., Buchta, K. *Strategická Analýza*. 2006, s. 21

- ukazatele aktivity (obratu) a
- ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Tato skupina ukazatelů informuje o úspěšnosti práce managementu při získávání dodatečných zdrojů k financování podniku. Jsou výrazem schopnosti podniku přilákat investory, s cílem dosáhnout co nejnižší ceny za užití cizího kapitálu. Podstatnou roli zde hraje riziko a čas. Čím vyšší riziko, tím vyšší cena.

Celková zadluženost

Měří podíl věřitelů na celkových aktivech. Charakterizuje finanční úroveň klienta (věřitelské riziko) a ukazuje tedy, jak dobře jsou věřitelé chráněni pro případ platební neschopnosti podniku. Čím vyšší je objem závazků, tím více je potřeba v budoucnosti věnovat pozornost tvorbě prostředků na jejich splacení. Obecně platí, že čím větší je hodnota tohoto ukazatele, tím větší je věřitelské riziko.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CK}{A}, \text{ kde} \quad (2.1)$$

CK je cizí kapitál, A jsou aktiva.

Zadluženost vlastního kapitálu

Představuje výši dluhů, která připadá na 1 Kč vlastního kapitálu. Doporučená hodnota ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 80 % do 120 %.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{CK}{VK}, \text{ kde} \quad (2.2.)$$

CK je cizí kapitál, VK je vlastní kapitál.

Ukazatel podílu vlastních zdrojů na aktivech

Ukazatel vyjadřuje finanční samostatnost podniku neboli míru, do jaké je podnik schopen financovat majetek ze svých vlastních zdrojů. Vysoká hodnota tohoto ukazatele znamená vysokou stabilitu společnosti, ale vzhledem k tomu, že financování vlastního kapitálu je nejdražší, vyjadřuje současně nepříznivý vliv na rentabilitu společnosti. Naopak nízká hodnota ukazatele znamená vyšší riziko úpadku. Doporučuje se aby hodnota ukazatele neklesla pod úroveň 30 %.

$$\text{Ukazatel podílu vlastních zdrojů na aktivech} = \frac{VK}{A} \quad (2.3)$$

Ukazatel úrokového krytí

„Ukazatel úrokového krytí udává, kolikrát jsou úroky kryty výší provozního zisku, tj. kolikrát je zajištěno placení úroků. Čím je vyšší úrokové krytí, tím je finanční situace lepší.“²

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \quad (2.4)$$

Ukazatele rentability

Rentabilita, resp. výnosnost vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu, (Valach, 2003). Jedná se o různé úrovně zisku jako o všeobecně akceptovatelného ukazatele efektivnosti podniku. Provoznímu výsledku hospodaření odpovídá EBIT (zisk před úhradou úroků a daní), který slouží především pro mezipodnikové srovnání. Další úrovni zisku je EBT (zisk před zdaněním) a EAT (zisk po zdanění zvýšený o nákladové úroky).

Rentabilita aktiv(ROA)

Ukazatel ROA je často považován za klíčové měřítko rentability. Znázorňuje souhrnnou charakteristiku celkové efektivnosti vložených prostředků do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány. ROA se používá nejen ke komplexnímu posouzení výdělkové schopnosti podniku jako celku, ale i při hodnocení výsledků práce dosažených ve vnitropodnikových útvech. Je-li hodnota ukazatele nižší než odvětvový průměr, má podnik nižší výnosnost vloženého kapitálu a vyšší zadluženost.

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \text{ kde} \quad (2.5)$$

EBIT je zisk před úhradou úroku a daní, A jsou aktiva.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Ukazatel hodnotí výnosnost kapitálu, který do něj vložili sami vlastníci či akcionáři. Je jedním z primárních faktorů při rozhodnutí, zda do firmy investovat. Velikost rentability by měla být vyšší jak alternativní výnos stejně rizikové investice, nebo minimálně vyšší jak u

² Dluhošová, Dana; Finanční řízení a rozhodování podniku, 2006, s. 75

státem garantovaných cenných papírů. K nejvýhodnějšímu zhodnocení vlastního kapitálu, je třeba, aby výsledná hodnota potvrzovala pravidlo, že $ROE > ROA$.

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \text{ kde} \quad (2.6)$$

EAT je zisk po zdanění, VK je vlastní kapitál.

Rentabilita tržeb (ROS)

Pomocí ukazatele rentabilita tržeb zjišťujeme stupeň ziskovosti tj. množství zisku v Kč na 1 Kč tržeb. Tento ukazatel tvoří základ efektivnosti celého podniku, a proto v praxi je často používán pro potřeby vnitropodnikového řízení. Je-li dosahováno trvale přiměřené úrovně ukazatele, lze se domnívat, že i ostatní aspekty budou přiměřené. Hodnota ukazatele silně závisí i na strategii společnosti a jejích cílech.

$$ROS = \frac{EBIT}{T}, \text{ kde} \quad (2.7)$$

EBIT je zisk před zdaněním a úroky, T jsou tržby.

Ukazatele likvidity

Existence podniku ve vysoce konkurenčním prostředí je závislá na schopnosti plnit své finanční závazky včas. Právě konstrukce ukazatele likvidity vyjadřuje schopnost získat prostředky pro úhradu závazků přeměnou jednotlivých složek majetku do hotovostní formy dříve, než jsou splatné závazky, které tyto složky majetku finančně kryjí.

Ukazatel celkové likvidity

Poměruje objem oběžných aktiv jako potencionální objem peněžních prostředků s objemem závazků splatných v blízké budoucnosti. Problémem je, že některá oběžná aktiva jsou méně likvidní, a proto může být zavádějící jeho stanovená přiměřená výše v rozmezí od 1,5 – 2,5. Srovnává se podnik s obdobným charakterem činnosti, či s průměrem za odvětví.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{KZ}, \text{ kde} \quad (2.8)$$

OA jsou oběžná aktiva, KZ jsou krátkodobé závazky.

Ukazatel pohotové likvidity

Zohledňuje problematiku likvidity zásob a poměruje jen tzv. pohotová oběžná aktiva ke krátkodobým závazkům. Představuje měřítko okamžité solventnosti, které vylučuje

z oběžných aktiv nejméně likvidní oběžná aktiva jako materiál, suroviny, polotovary apd. Doporučená hodnota ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5.

$$Pohotov\acute{a} \text{ likvidita} = \frac{OA - \acute{z}asoby}{KZ} \quad (2.9)$$

Ukazatel okamžitě likvidity

Základní složku okamžité likvidity, a tedy nejlikvidnějších prostředků tvoří peníze v hotovosti, peníze na účtech, šeky i volně obchodovatelné cenné papíry. Pro tento ukazatel je žádoucí přiměřená hodnota 0,9 až 1,1, což znamená, že podnik je schopen okamžitě splatit veškeré krátkodobé závazky.

$$Okamžitá \text{ likvidita} = \frac{\text{krátkodobý fin. majetek}}{KZ} \quad (2.10)$$

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity podniky informují o jejich schopnosti hospodařit s aktivy a jednotlivými složkami aktiv, a o vlivu jejich hospodaření na výnosnost a likviditu podniku. Hodnotí tak vázanost kapitálu v jednotlivých formách aktiv a jedná se o ukazatele typu rychlost obratu a doba obratu.

Obrátka celkových aktiv

Informuje podniky o efektivnosti využívání svého majetku a zpravidla vyjadřuje počet obrátek za rok. Ukazatel tedy zjišťuje, kolik podnik vyprodukuje tržeb z každé koruny celkového majetku.

$$Doba \text{ obratu aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.11)$$

Ukazatel doby obratu zásob

Vystihuje intenzitu využívání zásob a vyjadřuje počet dní, kdy jsou zásoby vázány v podniku než jsou spotřebovány. Je žádoucí udržovat dobu obratu zásob na technicky a ekonomicky zdůvodněné výši.

$$Doba \text{ obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.12)$$

Doba obratu pohledávek

„Tento ukazatel vypovídá o strategii řízení pohledávek a udává, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury. Pokud ukazatel trvale překračuje doby splatnosti, je nutné prozkoumat platební kázeň odběratelů.“³

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby} \quad (2.13)$$

Ukazatel doby obratu závazků

Ukazatel charakterizuje platební disciplínu podniku a solidnost vůči obchodním partnerům a je vyjádřen počtem dní, které uplynou mezi nákupem a jejich úhradou dodavateli. „Doba obratu dluhů je ukazatelem, který je protipólem ukazatele doby obratu pohledávek.“⁴ Mezi těmito ukazateli existuje tzv. zlaté pravidlo solventnosti, které říká, že doba obratu závazků bude delší než doba obratu pohledávek.

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky \cdot 360}{tržby} \quad (2.14)$$

Ukazatele kapitálového trhu

„Pro podniky, které mají úzký vztah ke kapitálovému trhu, jsou důležité ukazatele tržního hodnoty. Dobře poslouží pro oceňování podniku metodou tržního srovnání, ale jsou vhodné i ke zjištění finančního zdraví podniku v rámci výnosové metody.“⁵

Ukazatel čistého zisku na akcii

Pomocí tohoto ukazatele zjistíme, kolik připadá čistého zisku a jakou maximální výši dividend je možné vyplátit ze zisku společnosti na jednu akcii. Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím příznivěji se jeví investice investorů, což znamená vyšší cenu akcií.

$$\text{Čistý zisk na akcii} = \frac{EAT}{množství\ kusů\ kmenových\ akcií} \quad (2.15)$$

Ukazatel P/E ratio

Vyjadřuje dobu návratnosti kapitálu v případě splacení ceny akcie jejím výnosem. Každopádně jeho nízká hodnota znamená dobrou příležitost k investici.

³ Dluhošová, Dana; Finanční řízení a rozhodování podniku, 2006, s. 84

⁴ Kislingerová, Eva; Oceňování podniku, 2001, s. 73

⁵ Mařík, M. A kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*, 2007, s. 108

$$P/E \text{ ratio} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na jednu akcii}} \quad (2.16)$$

Dividendový výnos

Podává informaci o výnosnosti akcie, což je pro investory jednou z motivací pro koupi, prodej či držbu akcie.

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na kmenovou akcii}}{\text{tržní cena akcie}} \quad (2.17)$$

Vícerozměrné modely

„Vícerozměrné modely syntetizují několik poměrových ukazatelů do jediného čísla, charakterizujícího stav finančního zdraví podniku.“⁶ Jeden z nejznámějších modelů je Altmanův Z-skóre model, který řadíme mezi tzv. bankrotní modely. Konstrukce modelu může mít dvě podoby a to podle podniku lišící se obchodovatelností jejich akcií na kapitálovém trhu.

Verze modelu pro podniky, s jejichž akciemi se obchoduje:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5, \text{ kde} \quad (2.18)$$

Z je skóre, X_1 čistý pracovní kapitál/aktiva celkem, X_2 (vlastní kapitál–základní kapitál)/aktiva celkem, X_3 zisk před úroky a daněmi/aktiva celkem, X_4 tržní cena akcií/dluhy celkem, X_5 tržby celkem/aktiva celkem.

Podniky s minimální pravděpodobností bankrotu mají $Z > 2,99$, podniky s vysokou pravděpodobností bankrotu mají $Z < 1,81$ a pro podniky nacházející se v šedé zóně mají interval $1,81 < Z < 2,99$.

Vzorec Altmanova modelu pro ostatní podniky:

$$Z = 0,72X_1 + 0,85X_2 + 3,11X_3 + 0,42X_4 + 1,0X_5, \quad (2.19)$$

přičemž interpretace této verze je stejná jako v předchozím případě.

Podniky, ve kterých je pravděpodobnost bankrotu minimální mají $Z > 2,90$, podniky s vysokou pravděpodobností bankrotu mají $Z < 1,20$ a pro podniky v šedé zóně je rozmezí $1,20 < Z < 2,90$.

⁶ Grünwald, Rolf.: *Finanční analýza pro oceňování podniku*, 2004, s. 39

2. 4. 3 Finanční plán

Oceňování podniku se opírá jak o účetní výkazy, tak o finanční plán. Pokud se oceňovatel rozhodne použít pro ocenění podniku některou z výnosových metod, měl by sestavit kompletní finanční plán. Finanční plán by měl být součástí podnikového plánu, který vychází z dlouhodobé koncepce podniku, s jeho vizí a cílů. Skládá se ze 3 částí: výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků.

Z předchozích kroků oceňovacího procesu, kterým byla analýza a prognóza generátorů hodnoty, můžeme naplánovat stěžejní položky hlavního provozu podniku, které budou zásadním způsobem ovlivňovat jeho hodnotu:

- tržby z prodeje hlavních produktů podniku,
- ziskovou marži a z ní zjištěný provozní zisk v peněžním vyjádření,
- plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků,
- výchozí prognózu investic do dlouhodobého majetku, které budou nezbytné, k udržení hlavního provozu podniku, (Mařík, 2007).

2. 5 Metodologie oceňování

Metodu oceňování proto volíme podle toho, co je cílem ocenění a volba správné metody oceňování určitým způsobem předurčuje, zda bude naplněn cíl oceňování. Podle metodického konceptu ocenění existuje několik základních metod:

- majetkové metody,
- výnosové metody,
- komparativní metody,
- kombinované metody.

2. 5. 1 Majetkové metody

Majetkové ocenění podniku je chápáno jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Majetkové metody lze členit za předpokladu trvalé existence podniku (going concern), a tím se dostáváme k ocenění na principu reprodukčních pořizovacích cen. Pokud nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku, zjišťujeme tzv. likvidační hodnotu.

Metoda účetní hodnoty

Metoda vychází ze stavových veličin, které poskytuje rozvaha. Podstatou je ocenění fixního majetku, oběžného majetku, závazku a dluhů v nominálních hodnotách. Hodnotou netto zde slouží účetní vlastní kapitál. Orientace na historické účetnictví způsobuje, že ceny

konkrétních položek aktiv neodrážejí změny tržních cen. Důsledkem může být fakt, že účetně je vykázána nižší hodnota vlastního kapitálu než je hodnota reálná. Tato metoda má pro oceňovatele pouze doplňkovou úlohu a slouží převážně jako součást některých násobitelů v rámci metody tržního porovnání a základna pro posuzování výsledného ocenění. Výhodu této metody můžeme vidět v její průhlednosti, dostupnosti a jednoduchosti. Nevýhodou je však problém s nezahrnutím vlivu trhu a nehmotných aktiv.

Metoda substanční hodnoty

Při zjištění substanční hodnoty podniku pracujeme na principu reprodukčních pořizovacích cen (cen znovupořízení) jednotlivých aktiv snížených o reálné ocenění všech závazků a dluhů k okamžiku ocenění. Výsledkem ocenění substanční metodou je substanční hodnota netto, kterou lze zjednodušeně schématicky znázornit následovně.

$$\begin{array}{lcl} & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} & \\ + & \text{Výnos z prodeje nepotřebného majetku} & \\ = & \text{Substanční hodnota brutto} & \\ - & \text{Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách} & \\ = & \text{Substanční hodnota netto} & \end{array}$$

Oproti metodě účetní došlo k zahrnutí vlivu tržních podmínek, ale stále se zde nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti podniku na jeho hodnotu. Další velkou nevýhodou je, že se pomíjí hodnota goodwillu, specifických nehmotných aktiv.

Metoda likvidační hodnoty

Podstata metody likvidační hodnoty dle Evy Kislingerové spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svoji činnost a z tohoto pohledu budou jednotlivá aktiva (majetek) rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku včetně odměny likvidátora. Vlastní likvidační hodnota podniku plyne z tohoto vzorce:

$$\text{Vlastní likvidační hodnota} = \text{hodnota podniku} - \text{hodnota závazků} \quad (2.20)$$

Metodou likvidační hodnoty oceňovatelé získávají dolní hranici hodnoty podniku a může být impulzem při rozhodování mezi likvidací a sanací podniku.

2. 5. 2 Výnosové metody

„Teoretickým základem výnosových modelů pro stanovení tržní hodnoty podniků je současná hodnota očekávaných výnosů po dobu, po kterou investor bude podnik vlastnit.“⁷ Proto při rozhodování koupit či prodat podnik hraje důležitou roli základní investiční trojúhelník zobrazující investiční vazby založené na souhrnném hodnocení výnosu, bezpečnosti (resp. rizika) a likvidity. Je zřejmé, že nelze dosáhnout maxima ve všech třech kritériích. Investor preferující bezpečnost musí očekávat relativně nízkou míru výnosu a naopak. Likvidita doplňuje uvedená kritéria, že čím nižší likvidita, tím nižší hodnota podniku. V obou případech tudíž existuje opačný vztah.

Obecně rozlišujeme tyto základní výnosové metody:

- metody diskontovaných peněžních toků,
- metody kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda EVA.

Metody diskontovaných peněžních toků

V současnosti patří modely diskontu cash flow, označené zkratkou DCF, k nejčastěji používaným modelům zejména v oblasti anglosaských zemí. V české praxi mají tyto metody své opodstatněné místo. Metoda je založena na odhadech budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Jelikož ocenění vychází z budoucnosti je potřeba mít k dispozici finanční plán, na jehož spolehlivosti závisí ocenění podniku. Při použití metod DCF se setkáme s několika kroky. Prvním krokem je správné vymezení budoucích peněžních toků vhodných pro ocenění. Dalším krokem je stanovení nákladů kapitálu, kterým peněžní toky diskontujeme a posledním krokem je stanovení hodnoty podniku. Na základě toho, jak jsou definované peněžní toky a náklad kapitálu, tedy zda je oceňován vlastní kapitál nebo celkový kapitál rozlišujeme čtyři základní metody oceňování podniku: metoda DCF-Entity, metoda DCF-Equity, metoda DDM (Dividend Discount Model) neboli dividendový diskontní model a metoda APV (Adjusted Present Model).

Důležitým znakem pro rozlišení je, jaké finanční toky se používají při procesu ocenění. Podle druhu peněžního toku se určuje diskontní faktor.

Rozlišujeme tyto CF (peněžní toky), které podnik generuje:

⁷ Kislingerová, Eva; Oceňování podniku, 2001, s. 146

$$- \quad \mathbf{FCFF} = \mathbf{FCFE} + \mathbf{FCFD} = \mathbf{EBIT} \cdot (1 - t) + \mathbf{ODP} - \Delta\mathbf{\check{C}PK} - \mathbf{INV} \quad (2.21)$$

volné peněžní toky pro podnik jako celek (pro vlastníky i věřitele),

$$- \quad \mathbf{FCFE} = \mathbf{EAT} + \mathbf{ODP} - \Delta\mathbf{\check{C}PK} - \mathbf{INV} + \mathbf{S}_1 \quad (2.22)$$

volné peněžní toky pro vlastníky,

$$- \quad \mathbf{FCFD} = \mathbf{\check{U}ROKY} \cdot (1 - t) - \mathbf{S}_2 \quad (2.23)$$

volné peněžní toky pro věřitele.

EAT je čistý zisk po zdanění, ODP jsou odpisy, $\Delta\check{C}PK$ je změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky), INV jsou investice, S_1 vyjadřuje rozdíl mezi čerpáním dluhu a splátkou, S_2 je saldo z pohledu banky (příjmy s inkasovaných splátek úvěru – výdaje na poskytnuté úvěry), t je daňová sazba.

Metoda DCF-Entity – cílem metody je tržní ocenění celkového kapitálu. Pracuje se zde s peněžním tokem pro firmu jako celek FCFF, proto diskontní míra musí odrážet skutečnost, že peněžní tok je určen jak věřiteli, tak vlastníkům. Diskontní sazba se stanovuje na bázi průměrných nákladů kapitálu WACC. Když budeme uvažovat s konstantními peněžními toky za předpokladu nekonečného trvání podniku, potom se hodnota firmy určí jako perpetuita:

$$V = \frac{FCFF}{WACC} \quad (2.24)$$

Pokud uvažujeme s konstantním tempem růstu g , propočet bude následující:

$$V = \frac{FCFF}{WACC - g} \quad (2.25)$$

Metoda DCF-Equity – oceňuje pouze vlastní kapitál. Volné peněžní toky se vztahují k vlastnímu kapitálu FCFE a jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E . „Tento peněžní tok je spojen s odlišnou mírou rizika, riziko je v tomto případě vyšší. Tato skutečnost se musí odrazit i ve stanovení diskontní míry, která musí být v relaci právě s rizikovostí peněžního toku.“⁸ Hodnota podniku jako perpetuita se stanoví takto:

$$V = \frac{FCFE}{R_E} \quad (2.26)$$

Ocenění tržní hodnoty vlastního kapitálu plní klíčovou úlohu při finančním řízení a rozhodování podniku. Zjišťuje se velikost hodnoty připadající vlastníkům podniku a růst této

⁸ Kislingarová, Eva; Oceňování podniku, 2001, s. 172

hodnoty znamená realizaci vlastnických zájmů jako rozhodujících motivů a cílu během finančního řízení.

Metoda DDM – oceňuje vlastní kapitál a peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy jako peněžní tok pro vlastníky. Tento model je modifikovaným modelem, kdy se pro ocenění nepoužívá FCF, ale dividenda. Model existuje v podobě s konstantními FCF nebo s konstantně rostoucími FCF, jako Gordonův model.

$$V = \frac{DIV}{R_E} \quad \text{nebo} \quad V = \frac{DIV}{R_E - g}, \text{ kde} \quad (2.27)$$

V je hodnota podniku, DIV je dividenda v běžném období, R_E je náklad vlastního kapitálu a g je očekávaná míra růstu dividendy do nekonečna.

Model lze využít tam, kde jsou stabilně vypláceny dividendy, a kde je velmi obtížné přesně stanovit FCFE. Výše hodnoty podniku je ovlivněna úrovní dividendy, očekávanou prodejní cenou akcie a očekávaným tempem růstu. Model je možno aplikovat i vícefázově s předpokládaným rozdílným tempem růstu.

Metoda APV – slouží k oceňování celkového kapitálu a peněžní toky jsou tvořeny toky nezadlužené firmy $FCFE_U$, které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy R_U . Aby bylo možné zjistit hodnotu zadluženého podniku, je třeba přičíst současnou hodnotu daňového štítu. Vzorec pro stanovení hodnoty podniku pak vypadá následovně:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.28)$$

kde $FCFE_U$ jsou volné peněžní toky nezadlužené firmy, R_U jsou náklady kapitálu nezadlužené firmy, TS je daňový štít a R_D jsou náklady dluhu.

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda je založena především na minulé výkonnosti podniku, tj. na historické úrovni zisku. Základní myšlenkou je, že hodnotu podniku lze odvodit právě od hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku, kterou můžeme propočítat pomocí jednoduchého vzorce:

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.29)$$

kde Z je trvale dosažitelný zisk odvozený od minulého, resp. budoucího vývoje a R je náklad kapitálu.

Trvale udržitelný zisk je účetní zisk podrobený řadě korekcí jako je úprava odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru, vyloučení výnosů a nákladů, které nesouvisejí s hlavní činností podniku, průměrování nepravidelných výnosů, vyloučení skrytých rezerv, úprava o metodické změny aj. Výpočet trvale udržitelného zisku je následující:

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.30)$$

kde Z_t je zisk minulého období upravený o uvedené korekce, w_t jsou váhy připisované jednotlivým obdobím a T je počet let zahrnutých do výpočtu.

Metoda EVA

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty (Economic Value Added) se především prosazuje v ekonomické praxi ve vyspělých zemích světa. Zkonstruovaný ukazatel představuje odlišný pohled na rozdíl od tradičních přístupů k hodnocení výkonnosti podniků a určování hodnoty podniku. Při hodnocení je nutné sledovat nejenom míru účetního zisku, ale i hodnotu tzv. ekonomického zisku, kterého je podnik schopen dosáhnout pokud uhradí náklady na kapitál, včetně kapitálu vlastního. „Dochází tedy k hodnocení toho, jak úspěšně podnik pracuje na maximalizaci akcionářské hodnoty, která je sledována ve formě dividend, ale především v růstu tržní ceny aktiv.“⁹

V zásadě rozlišujeme dva způsoby výpočtu ukazatele EVA: na bázi provozního zisku a hodnotového rozpětí.

1. Propočet ukazatele EVA na bázi provozního zisku je následující:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.31)$$

kde $NOPAT$ je zisk z operativní činnosti po zdanění, C je kapitál vázaný v aktivech sloužící k operativní činnosti a k dosažení operativního zisku, $WACC$ jsou náklady na celkový kapitál.

Za operativní činnost podniku je považována ta část podnikatelské činnosti, která slouží základnímu podnikatelskému účelu. Pozitivní hodnota ukazatele EVA reprezentuje hodnotu přidanou k bohatství akcionářů za určité období. Naopak negativní hodnota představuje pokles bohatství akcionářů, protože podnik není schopen dosahovat ani minimálního výnosu požadovaného subjekty, které poskytují kapitál pro jeho financování.

⁹ Dluhošová, Dana; Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování, 2004, s. 285

2. Propočet ukazatele EVA pomocí hodnotového rozpětí vypadá takto:

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.32)$$

kde ROC je výnosnost investovaného kapitálu. Je vhodné ukázat i ukazatel EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí,

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E. \quad (2.33)$$

Vychází se zde z výnosu vlastního kapitálu a je žádoucí, aby rozdíl mezi ROE a R_E byl co největší, minimálně kladný. Což by znamenalo, že daná investice do firmy by přinesla více než alternativní investice.

Stanovení hodnoty podniku pomocí ukazatele EVA je obdobné jako u metody DCF, kde také rozeznáváme přístupy určování hodnoty ve variantách entity, equity nebo APV. Nejdříve vypočítáme hodnotu aktiv a teprve oddělením nominální hodnoty dluhu získáme odhad hodnoty vlastního kapitálu. Hodnotu podniku zjistíme na základě vztahu

$$V = C_0 + MVA, \quad (2.34)$$

kde C_0 je investovaný kapitál a MVA je tržní přidaná hodnota (Market Value Added). Významnou roli v tomto přístupu k oceňování má tržní přidaná hodnota (MVA), kde představuje jakýsi provozní goodwill. „Vztah mezi MVA a EVA vyjadřuje tento výrok: EVA měří úspěch společnosti během minulého roku; MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti.“¹⁰ MVA může být definována na bázi hodnotového rozpětí takto:

$$MVA = V - C \quad (2.35)$$

nebo na bázi zúženého hodnotového rozpětí za předpokladu, že se tržní a účetní hodnota dluhu rovnají:

$$MVA = V_E - BV_E, \quad (2.36)$$

kde V je celková tržní hodnota podniku, C je celkový investovaný kapitál, V_E je tržní hodnota vlastního kapitálu a BV_E je účetní hodnota vlastního kapitálu.

S rostoucím významem analýz založených na současné hodnotě v určování tržní hodnoty podniku, se čím dál více zdůrazňuje tržní přidaná hodnota jako současná hodnota budoucích EVA.

$$MVA = PV(EVA) = \sum_{t=1}^T EVA (1 + R)^{-t} \quad (2.37)$$

¹⁰ Mařík, Miloš; Metody oceňování podniku, 2007, s. 296

Zvýšením ukazatele EVA se zvyšuje rozdíl mezi hodnotou podniku a do podniku investovaným kapitálem. Další definici hodnoty podniku můžeme nalézt z následujícího vzorce, kde diskontujeme pomocí průměrných nákladů na kapitál WACC.

$$V = C_0 + PV(EVA) = C_0 + \sum_{t=1}^T EVA_t (1 + WACC)^{-t} \quad (2.38)$$

2. 5. 3 Komparativní metody

V oceňovací teorii označované také jako metody relativního ocenění nebo metody tržního srovnání. Podstatou metody je odvození hodnoty aktiv z dostupných dat srovnatelného podniku. Tato metoda se nejčastěji používá u podniků, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na kapitálových trzích.

Významným prvkem je určení multiplikátorů pomocí nichž jsou zohledněny rozdíly mezi absolutní velikostí ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků. Důležitou podmínkou objektivního výsledku je vedle výběru tržního multiplikátoru i výběr srovnatelných podniků z uvedených hledisek: předmětu podnikání, oboru, velikosti (tržby, pracovníci, kapitál), historie a kapitálové struktury.

Hodnotu podniku pomocí této metody lze obecně zjistit následovně:

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}},$$

kde multiplikátor lze konstruovat různými způsoby, například takto:

$$\text{multiplikátor } P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}}, \text{ multiplikátor } MV/BV = \frac{\text{tržní hodnota firmy}}{\text{účetní hodnota firmy}}. \quad (2.39)$$

Stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku V_E pomocí multiplikátoru P/E a stanovení hodnoty aktiv V_A podniku pomocí multiplikátoru MV/BV vypadá následovně:

$$V_E = \text{multiplikátor } P/E_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{čistý zisk}_{\text{oceňovaná firma}}, \quad (2.40)$$

$$V_A = \text{multiplikátor } MV/BV_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{účetní hodnota aktiv}_{\text{oceňovaná firma}}. \quad (2.41)$$

Tato metoda umožňuje vymezit prostor, ve kterém se hodnota podniku může pohybovat. Což nám umožňuje posoudit reálnost výsledků získaných pomocí výnosových metod.

2. 5. 4. Kombinované metody

Metoda je založena na průměru hodnot propočtených dle předchozích metod. Všeobecně lze výpočet určit jako vážený průměr:

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.42)$$

kde w_i jsou přiřazené váhy jednotlivým metodám a V_i je hodnota podniku získaná jednotlivými metodami.

Kombinace substanční a výnosové metody, tzv. Schmalenbachova metoda patří mezi velmi používané metody. Podstatou je, že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem. V tomto případě se hodnota podniku stanoví jako vážený aritmetický průměr substanční a výnosové metody:

$$V = \frac{\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substance}}{2}. \quad (2.43)$$

2. 5. 5. Fázové metody

Metoda vychází z odhadu ekonomických veličin (zisk, volné finanční toky, tržby) do budoucna. Použití fázových metod je typické především pro metody DCF. Pro plánování peněžních toků v jednotlivých letech se zpravidla předpokládá, že trvání podniku bude neomezené tzv. going concern a během toho bude podnik procházet různými fázemi vývoje. Na základě toho, kolika fázemi bude podnik procházet, rozlišujeme metody jednofázové, dvoufázové a vícefázové.

Jednofázová metoda

Situace, kdy se předpokládá stejné chování podniku po celou dobu jeho trvání, můžeme hodnotu podniku při konstatních FCF jednoduše vyjádřit jako:

$$V = \frac{FCF}{R}, \text{ nebo s tempem růstu, resp. poklesu: } V = \frac{FCF}{R - g}, \quad (2.44)$$

kde $g = \frac{FCF_{t+1} - FCF_t}{FCF_t}$, $g \in (-1; R)$ a zároveň $g \neq R$. Pokud $g \in (0; R)$, pak se jedná o růst,

pokud $g = 0$, firma neroste, a když $g = (-1; 0)$, pak jde o pokles firmy.

Dvoufázová metoda

Mnohem reálněji se jeví, rozdělit trvání firmy na dvě fáze. První fáze, která je lépe předvídatelná a je možné odhadnout FCF z podnikové činnosti relativně přesně, je obvykle

plánovaná na 4 až 6 let. Druhá fáze trvá do nekonečna a stanovuje se pouze jako trend vývoje finančních toků. Hodnota firmy je pak součtem těchto fází:

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.45)$$

kde V_1 je hodnota firmy za první fázi, V_2 hodnota firmy za druhou fázi. V první fázi se určí finanční toky takto:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.46)$$

kde T je délka první fáze. V druhé fázi se pracuje s tzv. pokračující hodnotou PH, což je hodnota podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze. Pokračující hodnota je diskontovaná k datu ocenění

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (2.47)$$

Pokračující hodnota za předpokladu konstantních finančních toků je stanovena:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \text{ nebo s konstatním růstem peněžních toků } PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}, \quad (2.48)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu v druhé fázi. Souhrnně zapsána výsledná hodnota podniku vypadá takto:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + PH \cdot (1 + R_1)^{-T} = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + \frac{FCF_{T+1}}{R_2} \cdot (1 + R_1)^{-T} \quad (2.49)$$

2. 6 Náklady kapitálu

Pod pojmem náklady kapitálu se rozumí minimální požadovaná výnosnost kapitálu při daném riziku. Diskontované náklady kapitálu jsou spolu s peněžními toky, klíčovými parametry ke stanovení tržní hodnoty podniku. Po stanovení diskontní míry je velmi důležité správně spárovat oceňovací metodu s diskontním faktorem. Metoda DCF-Entity je založena na FCFF a diskontujeme pomocí průměrných nákladů kapitálu WACC. Zatímco metoda DCF-Equity je založena na použití FCFE a tedy diskontujeme náklady vlastního kapitálu R_E . Použité peněžní toky je tedy nutné dát do souladu s diskontním faktorem.

2. 6. 1 Průměrné náklady na celkový kapitál

Průměrné vážené náklady kapitálu jsou počítány podle známého vzorce:

$$WACC = n_{VK} \cdot \frac{VK}{K} + n_{CK} \cdot \frac{CK}{K} \cdot (1 - d), \quad (2.50)$$

kde n_{VK} je náklad na vlastní kapitál, n_{CK} je náklad na cizí kapitál, VK je vlastní kapitál, CK je cizí kapitál, K je kapitál celkem ($VK+CK$) a d je daňová sazba z příjmů právnických osob.

2. 6. 2 Náklady na vlastní kapitál

V zásadě platí, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na kapitál cizí. Jedním z důvodů je, že riziko vlastníka vkládajícího prostředky do podniku je vyšší než riziko věřitele. Další příčinou je fakt, že nákladové úroky jsou daňově uznatelnými náklady, jenž snižují zisk jako základ pro výpočet daně z příjmu tzv. efekt daňového štítu. Obecně lze určit náklady na vlastní kapitál těmito metodami:

- model oceňování kapitálových aktiv - Capital Asset Pricing Model,
- arbitrážní model oceňování - Arbitrage Pricing Model,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

2. 6. 2. 1 Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM

Jedná se o rovnovážný model s tržním přístupem, kde mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Principem tohoto modelu je funkční lineární vztah mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia jakožto rizikového faktoru vyjadřující riziko celého trhu. Náklady vlastního kapitálu vyjádřené modelem CAPM-SML mají tvar:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.51)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia a $[E(R_M) - R_F]$ je prémie za tržní riziko.

Koeficient β_E vyjadřuje, o kolik se zvýší dodatečný výnos vlastního kapitálu, pokud se zvýší dodatečný výnos tržního portfolia o jednotku. Tento parametr stanovujeme pomocí metod regresní analýzy a můžeme ho matematicky vyjádřit jako:

$$\beta_A = K_{Am} \cdot \frac{S_A}{S_m} \quad \text{nebo} \quad \beta_A = \frac{\text{cov}(R_A, R_m)}{(S_m)^2}, \quad (2.52)$$

kde K_{Am} je koeficient korelace mezi vývojem výnosnosti cenného papíru A a tržního portfolia m , S_A je riziko cenného papíru A vyjádřené směrodatnou odchylkou, S_m je riziko tržního portfolia m vyjádřené směrodatnou odchylkou, $(S_m)^2$ je rozptyl výnosnosti tržního portfolia a $COV(R_A R_m)$ je kovariance mezi výnosem cenného papíru A a výnosem tržního portfolia.

2. 6. 2. 2 Arbitrážní model oceňování - APM

Model představuje vícefaktorový tržní model pro stanovení nákladů na vlastní kapitál, který v sobě zahrnuje více rizikových faktorů jak makroekonomických (HDP, inflace), tak mikroekonomických (zadluženost, likvidita, rentabilita, velikost firmy aj.). Rovnovážnou podmínkou je zde chápána nemožnost arbitráže, jinak řečeno, žádný z investorů nemůže dosáhnout arbitrážního zisku. Základní tvar modelu APM vypadá následovně:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.53)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru a $E(R_j)$ je očekávaný výnos j -tého faktoru.

2. 6. 2. 3 Dividendový růstový model

Dividendový model, jak bylo již výše řečeno, se využívá pro oceňování akcií a k následnému zjištění hodnoty vlastního kapitálu. Tržní cena akcie je dána současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Za předpokladu nekonečné držby akcií a konstantní hodnoty dividend DIV lze určit tržní cenu akcie jako perpetuitu. Z toho vyplývá vzorec pro stanovení nákladů na vlastní kapitál R_E odpovídající požadované výnosnosti akcií takto:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.54)$$

Předpokládá-li podnik rostoucí hodnotu dividend v příštích letech určitých tempem g , změní se výpočet nákladů vlastního kapitálu na Gordonův dividendový model s konstantním růstem na:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g \quad (2.55)$$

2. 6. 2. 4 Stavebnicové modely

Využívají se pro stanovení nákladů kapitálu v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, kde nelze použít arbitrážní model a model CAPM. Variant stavebnicových modelů existuje celá řada, liší se pouze podle algoritmu stanovení a vyčíslení rizikových přírážek. Obdobně jako u ostatních modelů východiskem zůstává bezriziková míra výnosu, ke které se připočítávají přírážky dalších elementů rizik. V tomto případě se však rizikové prémie neodvozují z kapitálového trhu, ale z účetních dat. Ministerstvo průmyslu a obchodu uplatňuje při svých analýzách jednu z variant stavebnicového modelu pro stanovení nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$, jejichž propočet je založen na rovnici:

$$WACC_U = R_f + R_{LA} + R_{podnikatelské} + R_{finstab}, \quad (2.56)$$

kde R_f je bezriziková úroková míra, R_{LA} je přírážka za riziko vyplývající z velikosti podniku, $R_{podnikatelské}$ je přírážka za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ je riziková přírážka za finanční stabilitu.

Celkové náklady zadlužené firmy se určí následovně:

$$WACC = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot t\right), \quad (2.57)$$

a náklady vlastního kapitálu se určí takto:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1-t) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.58)$$

kde $UZ=VK+BU+OBL$, jsou úplatné cizí zdroje, A jsou aktiva, t je sazba daně, \dot{U} jsou úroky, BU jsou bankovní úvěry, OBL jsou obligace a VK je vlastní kapitál.

Propočet jednotlivých rizikových přírážek:

- R_f bezriziková míra výnosu – aktuální výnosnost 10-ti letých státních dluhopisů podle Patria Finance k datu ocenění.
- R_{LA} riziková přírážka charakterizující velikost podniku – stanoví se pomocí ukazatele hodnoty úplatných zdrojů UZ , přičemž hranice vychází ze zkušeností firem poskytující rizikový kapitál.

Je-li $UZ > 3$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 0 \%$,

je-li $UZ < 100$ mil. Kč, pak $R_{LA} = 5 \%$,

je-li $UZ > 100$ mil. Kč a zároveň $UZ < 3$ mld. Kč, použije se následující výpočet:

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.59)$$

- **R_{podnikatelské}** riziková přírážka charakterizující produkční sílu – tato přírážka je závislá na porovnání ukazatele ROA a ukazatele X1, který je následně definován takto:

$$X1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O}.$$

Pokud $\frac{EBIT}{A} > X1$, pak $R_{\text{podnikatelské}} = 0 \%$,

Pokud $\frac{EBIT}{A} < X1$, pak $R_{\text{podnikatelské}} = 10 \%$,

Pokud bude $\frac{EBIT}{A} \geq 0$ a zároveň $\frac{EBIT}{A} \leq X1$, pak $R_{\text{podnikatelské}} = \frac{(X1 - EBIT/A)^2}{(10 \cdot X1^2)}$ (2.60)

- **R_{finstab}** riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity – vychází z ukazatele celkové likvidity CL, přičemž je stanovena mezní hodnota likvidity, XL.

Pokud průměr průmyslu $< 1,25$, pak horní hranice XL = 1,25,

pokud je průměr průmyslu $> 1,25$, pak XL = průměr průmyslu.

Je-li CL podniku $> XL$, pak $R_{\text{finstab}} = 0 \%$, je-li CL < 1 , pak $R_{\text{finstab}} = 10 \%$. Je-li CL > 1 a zároveň CL $< XL$, propočte se R_{finstab} takto,

$$R_{\text{finstab}} = (XL - CL^2) / 10 \cdot (XL - 1)^2 \quad (2.61)$$

2. 6. 3 Náklady na cizí kapitál

Tyto náklady lze vyjádřit jako úroky nebo kupónové platby, které je třeba platit věřitelům snížené o daňový štít, tedy úspory z daní plynoucí z použití cizího kapitálu:

$$R_D = i(1 - t), \quad (2.62)$$

kde i je úroková míra z dluhu a t je sazba daně.

Vezmeme-li v úvahu podnik s různou strukturou úvěrů, lze náklady na cizí kapitál určit jako vážený aritmetický průměr z těchto efektivních úrokových sazeb. Tento způsob je

však podmíněn přístupem k interním podnikovým informacím. V případě, kdy nemáme přístup k těmto informacím, můžeme použít odhad prostřednictvím poměru

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\phi \text{ stav bankovních úvěrů}}. \quad (2.63)$$

Jestliže podnik upisuje obligace, je zde možnost stanovit náklady dluhu jako výnos do splatnosti obligace (vnitřní výnosové procento), které určíme následovně:

$$P = \sum_{t=1}^T c \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.64)$$

kde P je tržní cena obligace, c je kupónová platba, T je doba do splatnosti obligace a NV je nominální hodnota obligace.

3 Charakteristika, strategická a finanční analýza vybraného podniku

Před samotným oceněním podniku je důležité podnik Paramo, a. s. nejprve identifikovat a analyzovat pomocí strategické a finanční analýzy.

Obchodní jméno:	PARAMO, a. s.
Sídlo:	Přerovská 560, Pardubice 530 06
IČO:	481 73 355
Datum zápisu do obchodního rejstříku:	01.01.1994
Právní forma:	Akciová společnost
Základní kapitál:	1 330 078 000,- Kč
Počet akcií:	1 330 078 ks
ISIN:	CZ0005091355
Forma akcií:	na majitele
Podoba akcií:	zaknihovaná akcie
Nominální hodnota akcie:	1 000,- Kč

Předmětem činnosti je zpracování ropy na rafinérské a asfaltářské výrobky včetně výrobků navazujících a pomocných. Zahrnována je zde především:

- výroba motorových paliv: mototová paliva třídy B, D, F,
- výroba zkapalněných ropných plynů: butan, propan-butan, LPG,
- výroba topných olejů: topné oleje těžké a topné oleje lehké,
- výroba asfaltu: asfalty silniční modifikované, asfalty silniční, stavebně izolační asfalty,
- výroba dalších asfaltových výrobků: asfaltové emulze, laky, suspenze a tmely,
- výroba mazacích olejů: oleje motorové, převodové oleje, oleje technologické a procesní, ostatní oleje,
- výroba plastických maziv: plastická maziva Mogul,
- vedlejší výrobky: gače a parafíny.

Vlastníci společnosti podílející se na základním kapitálu a výše jejich podílu jsou uvedeny v následující tabulce 3.1.

Tab. 3.1. Akcionáři společnosti Paramo k 31.12.2008

Akcionář	% podíl na základním kapitálu
Unipetrol a. s.	91,77 %
Ostatní právnické a fyzické osoby	8,23 %

3. 1 Historie společnosti

Historie pardubické rafinerie se začala psát ve Vídni, kde David Fanto ve svém krámku prodával petrolej na litry. V podnikání se mu dařilo a tak se rozhodl zřídit si vlastní závod. Místo jako stvořené pro svůj záměr našel v Pardubicích, kde byla nejen voda a železnice, ale i rozvětvený průmysl. Usazování prvních kotlů a kladení potrubí začalo na jaře roku 1889.

V roce 1907 změnil David Fanto podnik v akciovou společnost a sám se stal jejím komerčním radou. K akciovému kapitálu 12 milionů korun se družily závody v Uhrách, odbočky v Paříži, naftové doly v Boryslavi v Haliči, rozsáhlý park cisteren, ropných tankerů a přečerpávacích stanic. Sílu a dynamičnost si společnost uchovala i po první světové válce. Ve dvacátých letech dvacátého století došlo ke sloučení všech rafinérií a v Praze bylo na Smíchově vybudováno ústřední ředitelství firmy. Z tuzemské gbelské ropy dokázal závod vyrobit nejlepší a nejlacinější výrobky, a stal se tak jediným zpracovatelem této suroviny. Později podnik zpracovával ropu perskou, ruskou, americkou, venezuelskou a rumunskou, která byla až do roku 1938 výhradní surovinou.

Během nacistické okupace došlo k pozastavení provozu. Po dvojnásobném bombardování na sklonku druhé světové války zůstala ze závodu sotva čtvrtina. Už v roce 1945 se začala z trosek a sutin stavět Pardubická rafinérie minerálních olejů, národní podnik. Základním článkem podniku bylo a dodnes zůstalo zpracování na atmosférické destilaci. Ta byla v roce 1943 rozšířena o vakuovou kolonu, v roce 1947 o filtrátovou destilaci a v roce 1955 o benzinovou odparku. Intenzifikace zařízení měla podstatný vliv na zvýšení objemu zpracovávané suroviny.

Národní podnik Pardubická rafinérie minerálních olejů se pod obchodním názvem Paramo v roce 1960 stává podnikem s výhradní výrobou speciálních asfaltů. Od začátku roku 1962 byl pardubický závod včleněn do Chemických závodů v Záluží v Krušných horách. Od roku 1966 bylo Paramo opět samostatným podnikem. Podstatné zvýšení výroby podniku nastalo po 1. září 1973, kdy byla uvedena do provozu nová atmosférická destilace ropy. Tehdy se výrazně zvýšila výroba paliv, tj. benzinů, motorové nafty a především topných olejů.

Akciová společnost Paramo po 1. lednu 1994, kdy došlo k její transformaci ze státního podniku, navázala na zodpovědnou práci předchozích generací. Od konce roku 2000 je členem skupiny Unipetrol.

3. 2 Současný vývoj

Významným mezníkem se stal pro pardubickou rafinerii rok 2003, kdy dokončením fúze s Koramo Kolín společnost Paramo posílila svou pozici na domácích i zahraničních trzích. V roce 2005 byla učiněna povinná nabídka na odkup akcií nového majoritního vlastníka Unipetrolu. Polský koncern PKN ORLEN, a. s. učinil povinnou nabídku převzetí všem vlastníkům kmenových akcií společnosti Paramo za kupní cenu 978,- Kč za jednu akcii. PKN ORLEN nabyl 63 % podíl na základním kapitálu a stejný podíl na hlasovacích právech ve společnosti Unipetrol., čímž PKN ORLEN ovládnul společnost Unipetrol. Společnost Unipetrol měla podíl na hlasovacích právech ve společnosti Paramo ve výši 74 %.

Akciová společnost Paramo byla k 31.12.2005 součástí Unipetrol, a. s. Tato společnost vlastnila 74 % podíl na základním kapitálu Paramo, a. s. Akcie Unipetrol, a. s., od české vlády v květnu 2005 koupil PKN ORLEN a. s. Privatizace skupiny Unipetrol tak byla dokončena. PKN ORLEN a Unipetrol se tedy sjednotily do jednoho týmu pod jedním cílem.

Společnost Paramo umísťuje své produkty především na domácím trhu. Převážná část výnosů společnosti k 31.12.2007 byla soustředěna na 10 hlavních zákazníků v prodeji asfaltářských výrobků a 8 hlavních zákazníků v prodeji paliv. Při svých výrobních aktivitách společnost preferuje odstranění nebo významné omezení zdrojů potenciálních rizik pro životní prostředí. V případě Paramo zodpovědné podnikání v chemii potvrzují již čtyři úspěšné obhajoby prestižního ocenění Responsible Care.

Dnes je Paramo součástí Unipetrolu, přední české skupiny podnikající v oblasti zpracování ropy a petrochemické výroby, a patří i do nadnárodního uskupení PKN Orlen - komplexní obchodní nabídky společností z této kapitálové skupiny.

Usnesení mimořádné valné hromady společnosti Paramo ze dne 6. ledna 2009 o přechodu všech ostatních akcií společnosti Paramo na společnost Unipetrol, a. s., jako hlavního akcionáře společnost Paramo uvádí, že dne 4. února 2009 byl zveřejněn zápis tohoto usnesení do obchodního rejstříku. Z tohoto důvodu byly akcie emitenta Paramo, a. s. , ISIN: CZ0005091355 vyřazeny z trhu RM-Systému dne 4. 3. 2009.

3. 3 Strategická analýza

Strategická analýza společnosti Paramo a. s. obsahuje analýzu makroprostředí pomocí makroekonomických ukazatelů České republiky, analýzu mikroprostředí a swot analýzu, která je konečným souhrnem předešlých poznatků.

3. 3. 1 Analýza makroprostředí

Vývoj hrubého domácího produktu

V roce 2005 dosáhl hrubý domácí produkt hodnoty 2 983,9 mld. Kč, což představovalo reálné meziroční zvýšení o 6,3 % oproti roku 2004. V porovnání s velikostí tržeb za běžnou činnost, které činily 11 081 586 tis. Kč, je na první pohled z tabulky 3.2 zřejmé, že došlo k razantnímu nárůstu tržeb téměř o 2 mld. Kč.

Stejné tempo meziročního reálného růstu HDP se udrželo do roku 2007, kdy tento pozitivní vývoj byl postupně narušen přicházející ekonomickou krizí, kdy meziroční tempo růstu spadlo na 2,5 %. I přes nepřízeň světové ekonomiky se společnosti v roce 2008 podařilo zvýšit tržby o 1,26 mld. Kč. Bohužel tato výše tržeb byla kompenzována náklady na pořízení ropy, kdy se cena ropy vyšplhala z původních 50 USD za barel až na 147 USD za barel a na této výši se udržela přes půl roku. Nepříznivý vývoj cen ropy se projevil i v hospodářských výsledcích společnosti, protože rigidní ceny asfaltů a olejů představují až 40 % celkové produkce. Společnost tak musela na sebe vzít riziko ztráty trhu a stát se cenovým leaderem v celém regionu střední Evropy a upravit ceny podle hlavní nákladové položky.

Tab. 3.2 Vývoj tržeb společnosti Paramo a HDP v jednotlivých letech

	2004	2005	2006	2007	2008
Tržby v tis. Kč	9 136 966	11 081 586	11 821 326	11 043 856	12 304 803
HDP mld. Kč	2 814,8	2 983,9	3 222,4	3 535,5	3 689,0
Reálný růst HDP v %	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5

Vývoj inflace

Působení inflace na hospodářské výsledky společnosti se projevuje především prostřednictvím vývoje cen ropy. Je to dáno tím, že míra inflace v sobě zahrnuje ceny vybraných položek výrobků a zboží, jakož i výrobků z rafinérského odvětví.

Stabilní a hlavně nízký vývoj inflace byl zaznamenán během sledovaných let od roku 2004 do roku 2007, kdy se inflace pohybovala průměrně kolem 2,5 %. Tomuto vývoji napomohly administrativně stanovené ceny.

Jedním z důvodů růstu inflace v roce 2008 na 6,3 % mohl být zapříčiněn právě zvýšením ceny ropy. Proto můžeme meziroční zvýšení cen také přiřadit rostoucím cenám ropy. V důsledku mimořádného vývoje cen ropy, bylo tržní prostředí tak ve znamení neustálého se přizpůsobování cenám všech výrobků společnosti Paramo. Dalším důvodem růstu inflace byla jistě i změna snížené sazby DPH z 5 % na 9 %.

Vývoj nezaměstnanosti a průměrné hrubé mzdy

Průměrná hrubá měsíční mzda ve sledovaných letech průběžně vzrostla z 19 183 Kč na 24 484 Kč. Lze konstatovat, že ročně se mzda zvýšila v průměru o 1 325 Kč. Ve srovnání s průměrnou mzdou obecně a s průměrnou mzdou v odvětví rafinérského odvětví, lze na první pohled vidět, že se mzdy v odvětví pohybují nad úrovní všeobecné průměrné mzdy. Rozmezí se v jednotlivých letech postupně zvyšuje, však nejvyššího rozdílu je dosaženo v roce 2008, kdy hodnota mzdy v odvětví je vyšší o 9 611 Kč.

Míra nezaměstnanosti v roce 2004 dosáhla hodnoty 8,3 %. V tabulce 3.3 můžeme sledovat meziroční pokles této hodnoty, kdy v roce 2008 hodnota klesla na úroveň 4,4 %. Tento vývoj můžeme přisuzovat rostoucímu ekonomickému růstu. Míra nezaměstnanosti je v ČR dlouhodobě nižší než průměr za všechny členské země EU.

Tab. 3.3 Vývoj nezaměstnanosti a průměrné hrubé mzdy

	2004	2005	2006	2007	2008
Míra nezaměstnanosti v %	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4
Průměrná hrubá měsíční mzda v Kč	19 183	19 963	21 269	22 641	24 484
Prům.hr.měs.mzda v odvětví v Kč	25 484	27 383	29 785	30 864	34 095

Vývoj průměrného kurzu

V tabulce 3.4 je sledován vývoj kurzů za zeměmi, se kterými společnost Paramo běžně obchoduje. Část svých vstupů do výroby získává na zahraničním trhu prostřednictvím amerických dolarů a své odbytiště výrobků nachází jak na domácím trhu, tak v zemích Evropské unie. Česká koruna posilovala k oběma sledovaným měnám a dosahovala tak nejsilnějších hodnot. Tento trend zhodnocování si udržela po celou sledovanou dobu. Od roku 2004 do roku 2008 se koruna zhodnotila k euru o 21,8 % a k dolaru o 33,7 %.

Tab 3.4 Vývoj průměrného kurzu

	2004	2005	2006	2007	2008
Průměrný kurz CZK/EUR	31,904	29,784	28,343	27,762	24,942
Průměrný kurz CZK/USD	25,701	23,947	22,609	20,308	17,035

Makroekonomické výhledy do budoucna

V posledních dvou letech se česká ekonomika potýká s ekonomickou krizí, která k nám byla převážně importovaná. Ekonomická krize způsobila celou řadu negativních dopadů jako je například zpomalené tempo ekonomického růstu, růst nezaměstnanosti, zvýšená inflace, rostoucí vládní dluh, pokles zahraničních investic apod. V současnosti jsou zvěřejňovány nejrůznější zprávy ohledně vývoje makroekonomických veličin, které informují širokou veřejnost o konečně se blížícím konci recese.

HDP se v roce 2010 odrazí ode dna a mírně poroste. Hlavním impulsem bude oživení ekonomiky evropských států, především pak Německa. V této souvislosti se doporučuje co nejvíce podporovat činnost živnostníků a podnikatelů.

Míra nezaměstnanosti v současnosti ještě mírně poroste. Za tímto růstem lze hledat převážně druhou vlnu propouštění, kterou si podniky tradičně plánují na začátek roku. V té sehraje svoji roli také útlum automobilek a jejich subdodavatelů.

V příštím roce se podle predikce dočkáme také výrazného nárůstu veřejného dluhu, a to až na hodnotu 1,5 bilionu korun, což dělá 40 % HDP. Nárůst veřejného dluhu je globálním problémem, se kterým se potýkají všechny vyspělé ekonomiky světa a většinou dokonce i ve větší míře než u nás. Na rozdíl od jiných států však nemáme schopnou reprezentaci, připravenou tento problém řešit. Je třeba se zaměřit na udržení důvěryhodnosti v očích věřitelů a investorů, než Česká republika ztratí těžce získaný rating.

3. 3. 2 Analýza mikroprostředí

Analýza zákazníka

Nedílnou součástí obchodních aktivit je nejenom starost o kvalitní produkt, ale také náležitá péče o zákazníky. K prioritám patří dostupný a kvalitní servis zahrnující mimo jiné patřičné informace a doporučení vhodných výrobků se zaměřením na kvalitu a finanční úspory. Důraz společnost klade na dlouhodobé oboustranně přínosné vztahy, a proto

upřednostňuje partnerský a komunikativní přístup ke svým zákazníkům. O tom, že se jednalo o správnou volbu dokládá stále se rozšiřující seznam významných partnerů.

V oslovení drobných spotřebitelů ve všech významných obchodních řetězcích jako je Tesco, Makro, Carefour, OBI, Baumarkt se celkem společnosti dařilo. Zatímco ve druhém významném segmentu trhu, v tomto případě servisech, se i přes velký nárůst absolutních prodeje společnost musí smířit s dodávkami spíše do menších a středních firem. Společnost by se proto měla na tento segment zaměřit formou podpůrných programů.

Progresivní obchodní politiku dokládají celoroční dodávky motorové nafty Českým drahám a rozšíření velkoobchodního prodeje na terminály CRC a Čepra. Většina produkce základových olejů je exportována na vyspělé trhy zejména do Švýcarska, Německa, Polska a Slovinska.

Analýza konkurence

Obchodní činnost rafinérie je ovlivňována přílivem importérů. A to nejen ze zemí s vyspělou ekonomikou, ale stále více i z bývalého východního bloku. U některých produktů byl navíc zostřující se konkurenční boj podpořen jejich klesající spotřebou v období ekonomické krize jak v České republice, tak i ve středoevropském teritoriu. Nehledě na tato fakta se společnosti podařilo obstát nejenom na českém, ale i na evropském trhu. Za pozitivní lze označit udržení dominantní pozice, hlavně proti konkurenci zahraničních substitutů.

Analýza dodavatelů

Česká republika nemá možnost využívat pro dopravu ropy lodní dopravu a tak je zcela závislá na dopravě ropy přes dva ropovody. Po dlouhá léta byla ropa dovážena pouze přes jediný ropovod Družba, který sem směřoval z Ruska a činil tak zemi závislou na politice Ruska. Po pádu východního bloku se objevily snahy o zmenšení závislosti na jediném dodavateli, což vyústilo ve stavbu ropovodu Ingolstadt – ropovod s arabskou ropou. V současnosti je tak české území zásobeno ze dvou zdrojů, i když každým ropovodem proudí jiný druh paliva využívajícího se na jiné účely.

Cenu odebírané ropy určují obchody na newyorské komoditní burze nebo na Mezinárodní ropné burze v Londýně. Cena ropy velmi závisí na jejím druhu (který je určen například její hustotou a obsahem síry) a také na jejím původu. Velká většina ropy se neprodává na burzách, ale pomocí přímých transakcí, které se ovšem cenami na burze řídí.

Identifikace základních charakteristických znaků odvětví

Klasifikace ekonomických činností řadí předmět podnikání společnosti Paramo a. s. do odvětví zpracovatelského průmyslu sekce DF –, oddílu 23.2, Rafinérské zpracování ropy. Vývoj tohoto odvětví silně reaguje na fázi hospodářského cyklu. Tato cykličnost se projevuje ve fázi expanze růstem poptávky po pohonných hmotách a jiných petrochemických produktech a poměrně stabilním vývojem cen ropy, který má významný vliv na ekonomiku podniku. Když se ekonomika dostane na svůj vrchol, ze kterého zamíří směrem dolů může se snížit i poptávka po ropě. V takovém případě může dojít až ke krachu cen ropy a to až takového, jakého jsme byli svědky v roce 2008, kdy se cena propadla ze 147 dolarů za barel na úroveň 40 dolarů za barel na konci roku.

Rafinérské zpracování ropy je odvětví, kde existují bariéry vstupu do odvětví v podobě vysokých investic na pořízení hmotného majetku potřebného ke zpracování ropy, silného postavení již stávající konkurence na trhu, získání nejrůznějších povolení k provozu činnosti, regulační a ekologická opatření a v neposlední řadě i vysoké náklady na sanace společnosti a likvidace zařízení společnosti.

Prognóza vývoje odvětví

Z přehledu tabulky 3.5 vyplývá, že v roce 2008 se zvýšily tržby v b.c. dosažené v odvětví OKEČ 23 o 52,8 % oproti roku 2007. Rozhodující vliv na tržby v odvětví má obor rafinérské zpracování ropy, v němž se zásadním způsobem promítá kolísání světových cen ropy a ropných produktů a v ČR též aktuální kurz dolaru k české koruně.

Tab. 3. 5 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v b.c. v letech 2006 - 2008

(tis. Kč) b. c.	2006	2007	2008
23. 1 Výroba koksárenských produktů	5741439	6765791	8955959
23. 2 Rafinérské zpracování ropy	121251215	89619259	138328512
23. 3 Výroba jaderných paliv	x	x	x
OKEČ 23	126992654	96385050	147284471
meziroční index	x	75,9	152,8

Dle údajů tabulky 3. 6 má počet zaměstnanců trvale se snižující tendenci v souvislosti s modernizací technologie výrob. V roce 2008 došlo oproti roku 2007 ve sledovaném odvětví ke snížení počtu pracovníků celkem o 7,3 % a konkrétně ve společnosti Paramo se celkový počet pracovníků snížil o 4,3 %.

Tab. 3. 6 Vývoj počtu zaměstnanců v odvětví a ve společnosti Paramo

Počet zaměstnanců	2006	2007	2008
Rafinérské zpracování ropy	1 668	1 533	1 421
Paramo a.s.	820	796	762

Společnost Paramo vyrábí standardní sortiment rafinérských výrobků v kvalitě dle platných evropských norem a vzhledem ke konfiguraci výrobní jednotky bude konkurenceschopná i v budoucnosti, což je podporováno zajištěním dovozů ropy z diverzifikovaných zdrojů a výběrem její optimální kvality.

Úroveň oboru rafinérské zpracování ropy je v současné době, a bude i v dalších letech, plně srovnatelná s tímto průmyslem v zemích CEFTA. Určitou výhodou ČR je zcela ojedinělá distribuční síť produktovodů a terminálů a přímé napojení rafinérií na výrobní jednotky petrochemického průmyslu. Dlouhodobou perspektivou bez větších rizik je prodej pohonných hmot v síti čerpacích stanic, jejichž stávající síť je u nás, ve srovnání s podobnými státy Evropy, sice příliš hustá, ale přesto i na tomto úseku dochází k inovaci a dalšímu rozvoji. Ve vazbě na předpokládaný růst průmyslové výroby a na základě zvyšování koupěschopnosti obyvatelstva je možno očekávat v nejbližších letech další nárůst spotřeby pohonných hmot, jak pro silniční vozidla, tak i v oblasti letectví. Současná světová finanční i hospodářská krize, ke které došlo přibližně v polovině roku 2008, na určitý čas tento trend přibrzdila.

3. 3. 2 SWOT analýza

SWOT analýza uvedena v tabulce 3. 7 zahrnuje rozdělení silných a slabých stránek, určení příležitostí a odhalení hrozeb společnosti .

Tab. 3. 7 SWOT analýza společnosti Paramo a. s.

Silné stránky - strengths	Slabé stránky - weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> - kvalifikovaní pracovníci - diverzifikovanost zdrojů dodávek ropy - vysoká kvalita a rozmanitost produkce - existence kolejiště železniční tratě v sídle 	<ul style="list-style-type: none"> - velký vliv ceny ropy na nákladovost - respektování ekologických norem
Příležitosti - opportunities	Hrozby - threats
<ul style="list-style-type: none"> - použití nových technologií - prosazování se na zahraniční trh - rozšíření nabídky servisních služeb 	<ul style="list-style-type: none"> - levnější zahraniční konkurence - nepříznivý vývoj směnných kurzů - zpřísnující se legislativa - rozkolísání výše cen ropy

3. 4 Finanční analýza společnosti

3. 4. 1 Oblast zadluženosti

K výpočtu hodnot jednotlivých ukazatelů zadluženosti byly použity vzorce (2.1), (2.2), (2.3) a (2.4), do kterých byly dosazeny příslušné hodnoty z účetních výkazů společnosti Paramo.

Tab. 3.8 Výsledky ukazatelů zadluženosti

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	44,85 %	56,13 %	49,45 %	46,97 %	43,40 %
Zadluženost vl.kapitálu	81,41 %	127,97 %	97,84 %	88,57 %	76,69 %
Podíl vl.zdrojů na aktivech	55,09 %	43,87 %	50,55 %	53,03 %	56,60 %
Úrokové krytí	7,04	-6,98	10,13	12,37	2,52

- **Ukazatel celkové zadluženosti**

Velmi vysoká zadluženost ohrožuje likviditu společnosti. Ukazatel celkové zadluženosti se ve společnosti Paramo převážně pohybuje pod úrovní 50 %, což je relativně nízká hodnota. Interval mezi 30 % - 50 % je pro tento typ ukazatele obecně považován jako optimální. Rok 2005 se vychýluje k hodnotě až 56,13 %, jejichž příčinou je meziroční nárůst krátkodobých závazků o 61 %. Na základě těchto informací můžeme konstatovat, že zadluženost neohrožuje likviditu ani finanční stabilitu společnosti.

- **Ukazatel zadluženosti vlastních zdrojů**

Hodnota tohoto ukazatele by dle doporučení finančních odborníků neměla přesáhnout hranici 100 %. Vypočtené hodnoty v jednotlivých letech tuto hranici nepřekročily až na rok 2005, kdy hodnota tohoto ukazatele díky zápornému výsledku hospodaření byla velmi negativní v důsledku proinvestování 750 mil. Kč. Důvodem, proč se společnost dostala do záporných hodnot, byla tato vysoká investice na obnovu technologií.

- **Ukazatel finanční samostatnosti**

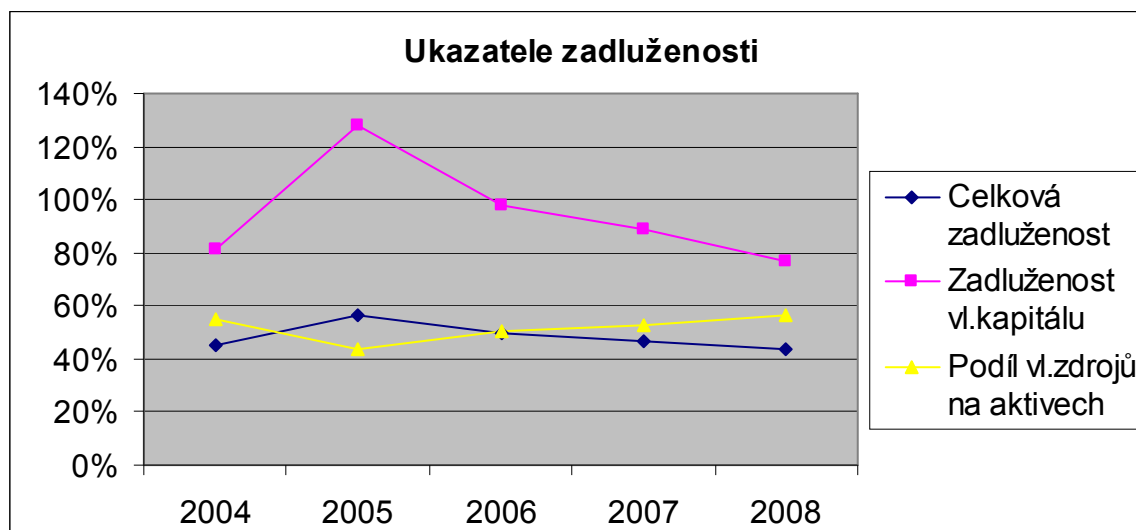
Ukazatel finanční samostatnosti vypovídá o tom, z kolika procent se vlastní zdroje podílejí na krytí majetku společnosti. I když celková aktiva společnosti rostou, roste i vlastní kapitál společnosti. Příliš vysoký ukazatel může brzdít vývoj společnosti, naopak příliš nízký ohrožuje jeho stabilitu. Za všechny sledované roky, vyjimkou je opět rok 2005, se ukazatel podílu vlastních zdrojů na aktivech drží nad 50 %. Interval mezi 50 % - 70 % je pro tento typ

ukazatele obecně považován jako optimální. Na základě ukazatele finanční samostatnosti lze tvrdit, že společnost je poměrně finančně samostatná.

- **Úrokové krytí**

Zde platí, že čím vyšší hodnota, tím lepší má společnost možnost zaplatit nákladové úroky ze svého zisku. V roce 2007 dosáhl tento ukazatel nejvyšší hodnoty 12,37. To znamená, že společnost je schopna pokrýt nákladové úroky až 12krát. Naopak v posledním sledovaném roce se hodnota razantně snížila důsledkem poklesu dosaženého zisku související s ekonomickou krizí.

Graf 3.1 Vývoj ukazatelů zadluženosti



3. 4. 2 Oblast rentability

Uvedené hodnoty byly vypočteny na základě vzorců (2.5), (2.6) a (2.7) z teoretické části.

Tab. 3.9 Výsledky ukazatelů rentability

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
ROA	4,85 %	-3,88 %	6,79 %	5,76 %	1,94 %
ROE	6,96 %	-7,97 %	13,44 %	9,24 %	2,86 %
ROS	2,17 %	-1,54 %	2,49 %	2,35 %	0,67 %

- **ROA – rentabilita aktiv**

Ukazatel rentability aktiv je považován za klíčové měřítko rentability, protože vyjadřuje celkovou výdělečnou schopnost majetku společnosti. V roce 2004 nám hodnota ukazatele říká, že každá koruna majetku přinesla efekt ve výši 0,0 485 Kč. V dalším roce se o

rentabilitě nemůže ani hovořit, jelikož bylo dosaženo negativní hodnoty z důvodů záporného výsledku hospodaření. V následujících dvou letech došlo k výraznému růstu rentability až o více jak 10 %, které však bylo v posledním sledovaném roce ovlivněno začínající krizí ekonomiky.

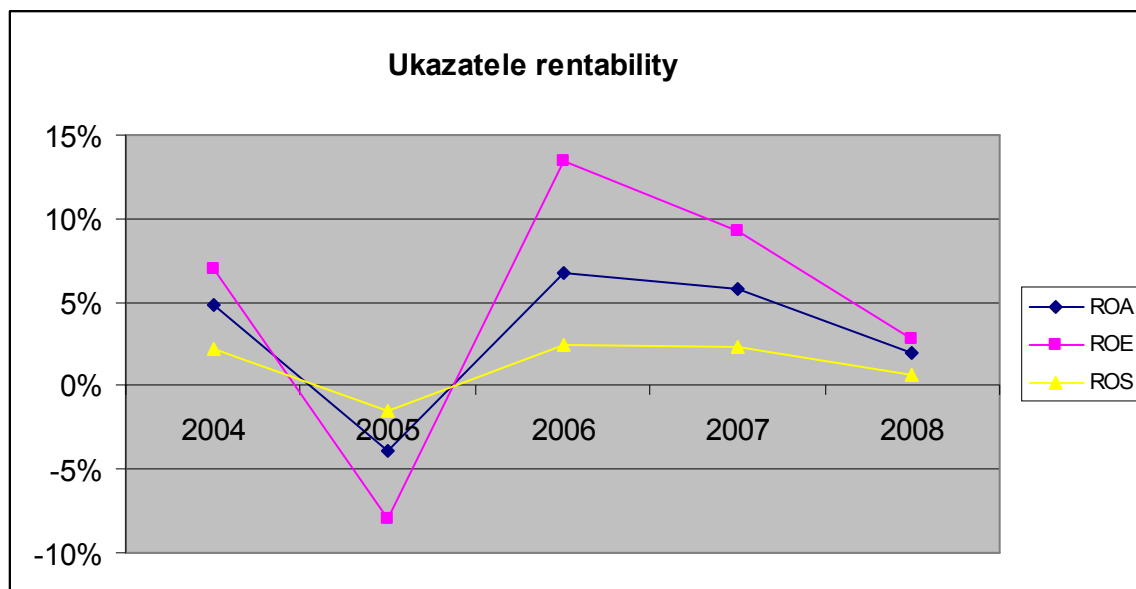
- **ROE – rentabilita vlastního kapitálu**

Ukazatel rentability vlastního kapitálu vyjadřuje v jaké míře podnik zhodnocuje vlastní zdroje. Výnosnost vlastního kapitálu by měla být vyšší než výnosnost úhrnného vloženého kapitálu. Pokud tato podmínka není splněna, je pro vlastníky výhodné využít cizích zdrojů pro financování jejich podniku. Ukazatel ROE se vyvíjí podobně jako ukazatel ROA, tzn. že v roce 2006 dosahuje své nejvyšší hodnoty a to 13,44 %.

- **ROS – rentabilita tržeb**

Ukazatel rentability tržeb vypovídá o tom, kolik Kč zisku vyprodukuje 1 Kč tržeb. Také ROS má podobný vývoj jako předcházející ukazatele. V roce 2006 dosahuje ukazatel rentability tržeb svého maxima a to 2,74 %.

Graf 3.2 Vývoj ukazatelů rentability



3. 4. 3 Oblast likvidity

V tabulce 3.10 jsou uvedené hodnoty ukazatelů likvidity, které byly vypočteny na základě vzorců (2.8), (2.9) a (2.10) uvedené již v teoretické části.

Tab 3.10 Výsledky ukazatelů likvidity

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
Celková likvidita	1,318	0,962	1,333	1,287	1,319
Pohotová likvidita	0,793	0,560	0,789	0,711	0,898
Okamžitá likvidita	0,204	0,067	0,214	0,036	0,011

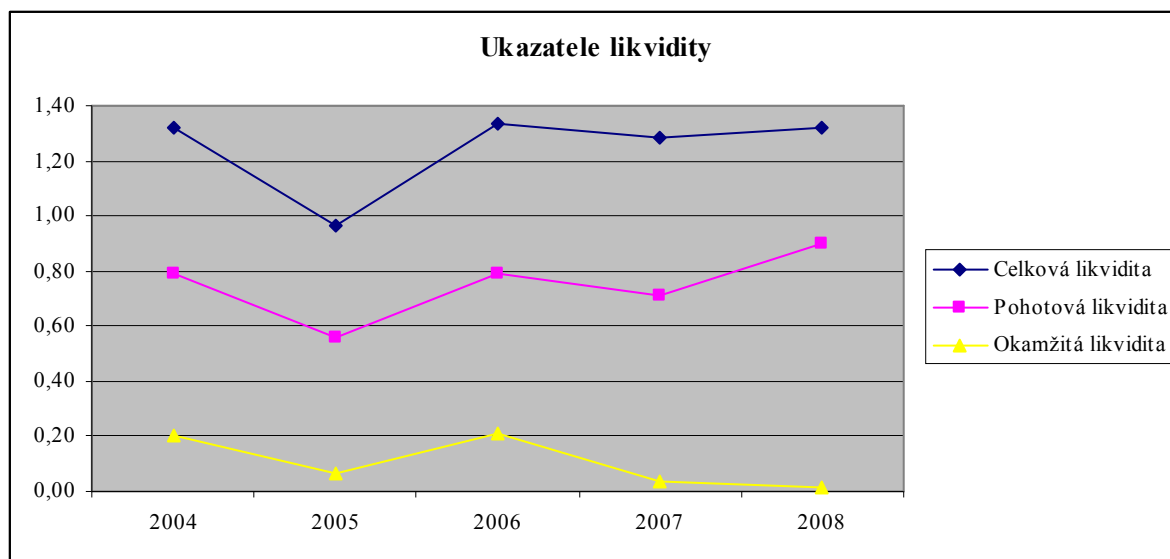
- **Ukazatel celkové likvidity**

Principem tohoto ukazatele je poměření objemu oběžných aktiv jako potenciálního objemu peněžních prostředků s objemem krátkodobých závazků. Ukazatel celkové likvidity v odvětví rafinérské zpracování ropy se pohybuje kolem hodnoty 1,38. Ve společnosti Paramo se ukazatel celkové likvidity pohybuje ve velmi podobných hodnotách. Celková likvidita v roce 2008 vypovídala o tom, že společnost byla schopna své krátkodobé závazky pokrýt oběžnými aktivy 1,32x.

- **Ukazatel pohotové likvidity**

Ukazatel pohotové likvidity společnosti Paramo, a. s. odpovídá ve sledovaných letech hodnotě ukazatelů příslušnému odvětví. Kromě roku 2006 spadají vypočtené ukazatele do optimálního rozmezí.

Graf 3.3 Vývoj ukazatelů likvidity



3. 4. 4 Oblast aktivity

K těmto výpočtům hodnot jednotlivých ukazatelů aktivity v níže uvedené tabulce 3.11 jsme došli pomocí vzorců (2.11), (2.12), (2.13) a (2.14).

Tab 3.11 Výsledky ukazatelů aktivity

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
Obrátka aktiv (koef.)	2,2	2,5	2,7	2,5	2,9
Doba obratu zásob (dny)	26,8	27,3	27,6	36,3	21,4
Doba obratu pohledávek (dny)	30,1	32,0	28,5	41,7	43,6
Doba obratu závazků (dny)	33,8	51,2	25,2	35,5	13,1

- **Obrátka aktiv**

Ukazatel obrátky aktiv charakterizuje hospodaření podniku a zpravidla u tohoto ukazatele platí, že čím je hodnota koeficientu vyšší, tím efektivněji podnik využívá svůj majetek. Vývoj ukazatele během sledovaného období má poměrně stoupající charakter pohybující se v rozmezí od 2,2 do 2,9.

- **Doba obratu zásob**

Vyjadřuje průměrný časový interval, během kterého jsou zásoby v podniku vázány do doby spotřeby. Hodnoty ukazatele doby obratu zásob ve společnosti Paramo naznačují, že oběžná aktiva jsou ve formě zásob vázána zhruba 27 až 36 dní.

- **Doba obratu pohledávek**

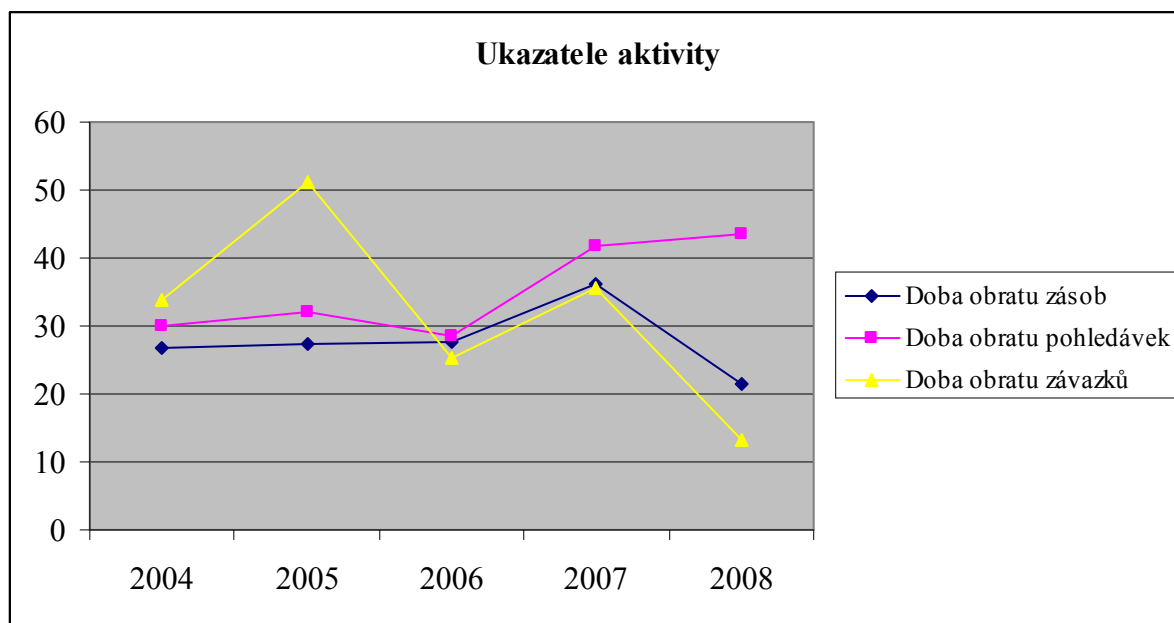
Tento ukazatel je spojen se strategií řízení pohledávek. Výsledná hodnota říká, kolik dní je kapitál podniku vázán ve formě pohledávek a za jak dlouho jsou tyto pohledávky splatné. Ve sledovaných letech má ukazatel rostoucí tendenci, což pro společnost není příznivé, protože se prodlužuje celková doba placení splatných pohledávek.

- **Doba obratu závazků**

Tento ukazatel udává dobu, která uplyne mezi nákupem zásob a jejich splacením. V porovnání s dobou obratu pohledávek vyplývá, že pravidlo solventnosti bylo dodržováno pouze v prvních dvou sledovaných letech, jelikož počet dní obratu závazků byl větší jak počet dní obratu pohledávek. Ve zbývajících letech se situace nepříznivě změnila, kdy v roce 2008 bylo dosaženo až 30 denního rozdílu. Tento stav může v dlouhodobém horizontu způsobovat

společnosti určité finanční potíže spojené se ztrátou schopnosti splácet své splatné platební závazky. Společnost by se měla pokusit snížit dobu obratu pohledávek, protože tím poskytuje odběratelům zcela zdarma krátkodobý úvěr a sama se v případě placení závazků může dostat do platební neschopnosti. Aby se společnost vyhnula možným finančním problémům, měla by zvážit délku obchodního úvěru, který poskytuje svým odběratelům, nebo by měla apelovat na své dodavatele, aby vystavovali faktury s delší dobou splatnosti.

Graf 3.4 Vývoj ukazatelů aktivity



3. 4. 4 Altmanův model

K výpočtu hodnoty Altmanova indexu byly do vzorce (2.18) dosazeny hodnoty z účetních výkazů společnosti Paramo.

Hodnocení vypočteného ukazatele:

- vážné finanční problémy $Z < 1,81$,
- určité finanční potíže $1,81 < Z < 2,99$,
- silná finanční situace $Z > 2,99$.

Tab. 3. 12 Altmanův Z-skóre model

Položka	2004	2005	2006	2007	2008
ČPK (v tis. Kč)	412 979	-78 993	554 551	553 886	1 306 988
Pasiva celkem (v tis. Kč)	4 101 408	4 392 660	4 333 377	4 507 159	4 290 588
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	2 259 371	1 926 897	2 190 342	2 390 120	2 428 349
Základní kapitál (v tis. Kč)	1 330 078	1 330 078	1 330 078	1 330 078	1 330 078
EBIT(v tis. Kč)	198 720	-170 275	294 142	259 686	83 038
Počet akcií (v ks)	1 330 078	1 330 078	1 330 078	1 330 078	1 330 079
Kurz akcie (v Kč)	1,1801	0,9212	0,9195	1,22	1,02
Cizí kapitál (v tis. Kč)	1 839 332	2 465 763	2 143 035	2 117 039	1 862 239
Tržby (v tis. Kč)	9 136 966	11 081 586	11 821 326	11 043 856	12 304 803
Z - skóre	3,338	2,862	3,726	3,577	4,093

Výsledky propočtu Altmanova Z-skóre ukazují, že se společnost Paramo nachází v intervalu, který signalizuje silnou finanční situaci.

4 Ocenění podniku a zhodnocení výsledků

Společnost Paramo, a. s. bude oceněna výnosovou metodou DCF-Entity, kde nejprve bude sestaven finanční plán, dále bude stanovena příslušná diskontní míra a následovat bude samotné ocenění společnosti. Druhou použitou metodou pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti bude metoda kapitalizovaných zisků.

4. 1 Sestavení finančního plánu

Finanční plán je sestaven na základě výsledků vyplývajících z finanční a strategické analýzy a na základě vlastní hypotézy, a to pro následující 4 roky. Finanční plán bude sestaven na období začínající rokem 2009 a předpokládá se nekonečné trvání firmy, přičemž výchozím obdobím je rok 2008.

Předpoklady pro sestavení finančního plánu

Výchozí rok 2008 je začátkem ekonomické krize, která nastala po období konjunktury. Pro plánované roky se tedy počítá i s vlivem přicházející recese ekonomiky, protože jak už bylo výše řečeno, rafinérské zpracování ropy je odvětví cyklické. Tato skutečnost byla zohledněna poklesem prodeje výrobků i následným dopadem na finanční výkazy společnosti. Předpokládáme, že recese bude probíhat v letech 2009 a 2010 a na následující plánované roky přijde postupné ožívání ekonomiky.

Prognóza tržeb

Na základě provedené analýzy vývoje tržeb v období 2004 – 2008 bylo zjištěno průměrné tempo růstu tržeb ve výši 8 %. Ze zjištěných skutečností vývojových fází ekonomiky budeme předpokládat vývoj tempa růstu tržeb zachycený v tabulce 4. 1.

Tab. 4. 1 Prognóza vývoje tržeb (v tis. Kč)

Tržby	Výchozí období	1. fáze			2. fáze
	2008	2009	2010	2011	2012
Tempo růstu	-	3%	5%	6%	8%
Tržby celkem	12 304 803	12 673 947	13 307 644	14 106 103	15 234 591

Provozní zisková rozpětí

Ve výchozím roce 2008 činilo provozní ziskové rozpětí (podíl EBITu na tržbách) 0,7 %. Během sledovaného období se provozní ziskové rozpětí pohybovalo okolo hodnoty 2 %, proto by bylo vhodné dát si za cíl, zvyšovat provozní ziskové rozpětí meziročně o 0,3 %. Sazba daně z příjmu právnických osob je stanovena v následujících letech konstantně ve výši 19 %.

Prognóza odpisů

Odhad odpisů bude proveden pomocí metody pevného podílu na tržbách (tj. podíl těchto položek v roce 2008 na tržbách bude stejný v jednotlivých letech finančního plánu). V roce 2008 činila velikost odpisů 1,3 % z tržeb, proto budeme i nadále předpokládat tento procentní podíl odpisů na tržbách i v dalších letech.

Tab. 4. 2 Prognóza vývoje odpisů (v tis. Kč)

Položka	Výchozí období	1. fáze			2. fáze
	2008	2009	2010	2011	2012
Odpisy	171 917	164 761	172 999	183 379	198 050

Investice

Společnost svou investiční činnost soustřeďuje na udržení výrobní kapacity dané technologie, na technologická opatření vedoucí k intenzifikaci výroby, řešení procesů s negativním vlivem na životní prostředí a bezpečnost provozu. Všechny investice dosáhly v roce 2008 výše 133,6 mil. Kč. Podíl investic na tržbách činil tedy v běžném období 1,1 %. Na

následující rok se již počítá s investicí ve výši 92,430 mil. Kč. V dalších plánovaných letech budeme počítat s investicemi v každoroční konstantní výši 1,1 % z tržeb.

Tab. 4. 3 Prognóza vývoje investic (v tis. Kč)

Položka	Výchozí období	1. fáze			2. fáze
	2008	2009	2010	2011	2012
Investice	133 600	92 430	146 384	155 167	167 581

Prognóza čistého pracovního kapitálu (ČPK)

ČPK představuje část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a po splacení krátkodobých závazků může být použita k uskutečnění podnikových záměrů, (Dluhošová, 2006). Přebytek, ve zdravé míře likvidních, krátkodobých aktiv nad krátkodobými zdroji dává tušit, že firma má dobré finanční zázemí. To je důležité k tomu, aby si podnik zachovával určitou likviditu, která mu umožní pokračovat ve své činnosti i v případě, že by jej potkala nějaká nepříznivá událost s neočekávaným výdajem peněžních prostředků. Výše ČPK bude tedy zjištěna v jednotlivých letech jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků, viz. Tab. 4. 4. Položky oběžných aktiv a krátkodobých závazků meziročně rostou o zjištěné průměrné tempo růstu v letech 2004 - 2008 uvedené v Příloze č. 5.

Tab. 4. 4 Prognóza vývoje ČPK (v tis. Kč)

Položky	Výchozí období	1. fáze			2. fáze
	2008	2009	2010	2011	2012
Zásoby	730194	765 903	803 358	842 645	883 853
Pohledávky	1 480 039	1 763 156	2 100 429	2 502 220	2 980 870
Kr. fin. majetek	19 896	17 758	15 850	14 146	12 626
Kr. závazky	1 733 630	1 934 674	2 159 033	2 409 410	2 688 823
ČPK	496 499	612 142	760 604	949 601	1 188 525
ΔČPK	-25 827	115 643	148 462	188 997	238 925

Prognóza vývoje výkazu zisku a ztrát

Vývoj velikosti čistého zisku v plánovaných letech znázorňuje následující tabulka výkazu zisku a ztrát 4. 5. Výpočet čistého zisku je důležitý především ke stanovení volných peněžních toků pro věřitele a vlastníky.

Tab. 4. 5 Vývoj výkazu zisku a ztrát (v tis. Kč)

	Výchozí období	1. fáze			2. fáze
	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby	12 304 803	12 673 947	13 307 644	14 106 103	15 234 591
Provozní náklady	11 741 843	11 958 462	12 556 385	13 309 768	14 374 550
Odpisy	171 917	164 761	172 999	183 379	198 050
EBIT	391 043	550 724	578 260	612 955	661 992
Placené úroky	32 946	35 800	38 901	42 271	45 933
EBT	358 097	514 924	539 359	570 684	616 059
Daň	68 038	97 835	102 478	108 430	117 051
EAT – čistý zisk	290 059	417 088	436 880	462 254	499 008

4. 2 Určení volných peněžních toků - FCFF

Vývoj volných peněžních toků je znázorněn v tabulce 4. 6, který byl zjištěn za použití vzorce 2. 21 z teoretické části.

Tab. 4. 6 Stanovení FCFF (v tis. Kč)

	Výchozí období	1. fáze			2. fáze
	2008	2009	2010	2011	2012
EAT - čistý zisk	290 059	417 088	436 880	462 254	499 008
Odpisy	171 917	164 761	172 999	183 379	198 050
ΔČPK	-25 827	115 643	148 462	188 997	238 925
Investice	133 600	92 430	146 384	155 167	167 581
FCFF	354 203	373 776	315 034	301 469	290 552

4. 3 Stanovení nákladů na vlastní kapitál**Bezriziková sazba R_f**

Výše bezrizikové sazby je odvozena od výnosu 10-letých státních dluhopisů, které jsou vnímány jako bezrizikové investice. Bezriziková sazba byla vypočítána jako průměr úrokových sazeb státních dluhopisů. V roce 2008 byla tato sazba stanovena na úrovni 3,93 %, v roce 2009 na 4,215 % a v roce 2010 na 4,135 %. Pro další roky se počítá s konstantí výši bezrizikové sazby, tedy 4,135 %.

Následující rizikové prémie jsou spočteny pro rok 2008, zbývající roky jsou obsaženy v Příloze č. 5 a souhrnné výsledky obsahuje tabulku 4. 7.

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu firmy R_P

Riziková přírážka je závislá na ukazateli ROA, který je porovnáván s ukazatelem X_1 vyjadřujícím nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem.

$$X_1 = 0,041 = 4,12 \%$$

$$ROA = EBIT/A = 0,0911 = 9,11 \%$$

Jelikož hodnota ukazatele ROA je větší jak hodnota X_1 , proto je velikost rizikové přírážky R_P rovna 0 %.

Riziková přírážka charakterizující finanční stabilitu firmy R_{FS}

Průměrná likvidita odvětví rafinérské zpracování ropy zjištěná na internetových stránkách ministerstva průmyslu a obchodu je $XL = 1,01$. Celková likvidita podniku vypočtena z finančních výkazů je $CL = 1,32$. Jestliže celková likvidita podniku je větší jak průměrná likvidita odvětví je riziková přírážka R_{FS} rovna 0 %.

Riziková přírážka charakterizující velikost firmy R_{LA}

Přírážka se stanovuje na základě velikosti úplatných zdrojů. Pokud je výše úplatných zdrojů větší jak 100 mil. Kč a zároveň menší jak 3 mld. Kč, použijeme pro výpočet rizikové přírážky vzorec 2. 59 z teoretické části.

$$UZ_{2008} = BÚ + OBL = 556\,936,- \text{ tis. Kč}$$

Jelikož velikost úplatných zdrojů je větší jak 100 mil. Kč a zároveň menší jak 3 mld. Kč, pak po dasazení do uvedeného vzorce dostaneme hodnotu přírážky R_{LA} ve výši 3,55 %.

Náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy

Náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy se zjistí ze vzorce 2.56 jako součet bezrizikové sazby a rizikových přírážek:

$$WACC_u = 3,93 \% + 0 \% + 0 \% + 3,55 \% = 7,48 \%$$

Náklady celkového kapitálu zadlužené firmy

Náklady celkového kapitálu u zadlužené firmy se vypočítají pro rok 2008 pomocí vzorce 2.57 následovně:

$$WACC = 7,48\% \cdot \left(1 - \frac{556\,936}{4\,290\,588} \cdot 19\% \right) = 7,296 \%$$

Ostatní výpočty nákladů na celkový kapitál pro následující roky jsou obsaženy v příloze č. 6.

Náklady vlastního kapitálu

Dle výše provedených propočetů je možné na základě vzorce 2. 58 stanovit náklady vlastního kapitálu v roce 2008 takto:

$$R_E = \frac{7,48\% \cdot \frac{556\,936}{4\,290\,588} - (1 - 19\%) \cdot \frac{32\,946}{556\,936} \cdot \left(\frac{556\,936}{4\,290\,588} - \frac{2\,428\,349}{4\,290\,588} \right)}{\frac{2\,428\,349}{4\,290\,588}} = 5,41 \, \%.$$

Pro zbývající roky jsou výpočty nákladů vlastního kapitálu a nákladů na celkový kapitál obsaženy v Příloze č. 7.

4. 4 Stanovení hodnoty podniku dvoufázovou metodou DCF- Entity

Nejprve se stanoví hodnota podniku v první fázi, kdy se volné peněžní toky diskontují příslušnými náklady kapitálu. Při zjišťování hodnoty druhé fáze jsou brány v úvahu konstantní peněžní toky z důvodu nejisté budoucnosti, které jsou také diskontovány příslušnými náklady kapitálu.

Následující tabulka 4. 7 je vypočítána na základě vzorce 2. 26 a informuje nás o výši hodnoty společnosti v 1. fázi.

Tab. 4. 7 Stanovení hodnoty společnosti v 1. fázi (v tis. Kč)

	1. fáze		
	2009	2010	2011
FCFF	373 776	315 034	301 469
WACC	7,53%	7,38%	7,28%
Diskontní faktor	0,9299	0,8660	0,8073
Diskontované FCFF	353 720	281 866	254 748
Hodnota společnosti v 1. fázi	863 804,- tis. Kč		

$$V_1 = \frac{373776}{(1+0,0753)} + \frac{315034}{(1+0,0753) \cdot (1+0,0738)} + \frac{301469}{(1+0,0753) \cdot (1+0,0738) \cdot (1+0,0728)} = 863\,804,- \text{ tis. Kč}$$

$$V_2 = \frac{290\,552}{0,0714 \cdot (1 + 0,0753) \cdot (1 + 0,0738) \cdot (1 + 0,0728)} = 3\,285\,183,- \text{ tis. Kč}$$

$$V = V_1 + V_2 = 863\,804 + 3\,285\,183 = 4\,148\,987,- \text{ tis. Kč}$$

Celková hodnota společnosti Paramo zjištěná pomocí metody DCF Entity k 1.1.2009 činí 4 148 987,- tis. Kč. Ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti je potřeba odečíst od celkové hodnoty, hodnotu účetních úročených závazků, která činí 556 936,- tis. Kč.

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = 4\,148\,987 - 556\,936 = 3\,592\,051,- \text{ tis. Kč}$$

Výsledná hodnota vlastního kapitálu je stanovena ve výši 3 592 051,- tis. Kč.

4. 5. Stanovení hodnoty podniku metodou kapitalizovaných zisků

Další metodou pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti Paramo byla vybrána metoda čistých kapitalizovaných zisků, která oproti metodě DCF-Entity vychází z minulých výsledků hospodaření. Společnost byla oceněna paušální metodou, jejímž předpokladem je, že společnost by měla v budoucnu dosahovat minimálně takových hospodářských výsledků jako v minulosti. Jak již bylo v teoretické části řečeno, je potřeba účetní zisk upravit o korekce znázorněné v tabulce 4. 8.

Tab. 4. 8 Upravený účetní zisk o korekce (v tis. Kč)

Položky	2004	2005	2006	2007	2008
Účetní zisk před zdaněním	171 016	-194 685	265 111	238 688	50 092
(+) Odpisy	190 836	185 515	169 247	179 703	171 917
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	24 475	4 086	11 199	4 417	9 110
(+/-) Mimořádné náklady a výnosy	0	0	0	0	0
(-) Finanční výnosy	143 035	76 911	61 173	1 433	7 010
Zisk upravený o korekce	194 342	-90 167	361 986	412 541	205 889

Abychom získali trvale udržitelný zisk je dále nutné upravený zisk přepočítat bazickým cenovým indexem na ceny k datu ocenění. Bazický cenový index jsme zjistili

prostřednictvím řetězového cenového indexu. Vztah těchto dvou indexů pro rok 2004 vypadá následovně:

$$\text{Cenový index řetězový} = CI_{\text{Ř}} = (\text{inflace}_{2004} + 100) / 100 \quad (4.1)$$

$$\text{Cenový index bazický} = CI_{\text{B}} = 1 / (CI_{\text{Ř } 2005} \cdot CI_{\text{Ř } 2006} \cdot CI_{\text{Ř } 2007} \cdot CI_{\text{Ř } 2008}) \quad (4.2)$$

Upravený zisk o inflaci získáme jako podíl upraveného zisku k cenovému bazickému indexu. K upravenému zisku o inflaci v jednotlivých letech jsou přidělené váhy, jejichž velikost závisí na aktuálnosti údajů. Čím aktuálnější údaj, tím je hodnota váhy vyšší. Trvale udržitelný zisk zjistíme jako vážený průměr minulých upravených zisků.

Tab. 4. 9 Upravený účetní zisk o korekce (v tis. Kč)

Položky	2004	2005	2006	2007	2008
Zisk upravený o korekce	194 342	-90 167	361 986	412 541	205 889
Cenový index řetězový	1,028	1,019	1,025	1,028	1,063
Cenový index bazický k roku 2008	0,8761	0,8928	0,9151	0,9407	1
Upravený zisk o inflaci = Z	221 815	-100 995	395 565	438 531	205 889
Váhy = w_t	1	2	3	4	5
Upravený zisk o váhy = $w_t \cdot Z_t$	221 815	-201 989	1 186 696	1 754 124	1 029 445
Celkem upravený zisk = $\sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t$	3 990 091,17				
Celkem váhy = $\sum_{t=1}^T w_t$	15				

Postupnými kroky uvedenými v tabulce 4. 9 dostaneme hodnotu vlastního kapitálu společnosti. Tato hodnota by měla informovat o dolní hranici ocenění u výnosových metod. Termín kapitalizační míra vyjadřuje reálný požadovaný výnos zohledňující riziko, tj. úroková míra snižená o průměrnou očekávanou míru inflace.

Tab. 4. 9 Výpočet hodnoty metodou kapitalizovaných zisků (v tis. Kč)

	$TUZ = \frac{\sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t}{\sum_{t=1}^T w_t}$	
Trvale udržitelný zisk (TUZ)		266 006
Daň 19 %	t	50 541
Daňový základ	TUZ	266 006
Trvale udržitelný zisk po dani	TUZ*	215 465

Náklady kapitálu	R_E	5,41%
Předpokládaná inflace na rok 2009	i	1 %
Kapitalizační míra	$R_E - i$	4,41 %
Hodnota celkového kapitálu	$V = \frac{TUZ^*}{R_E - i}$	4 885 826,- tis. Kč

Celková hodnota vlastního kapitálu společnosti Paramo, a. s. zjištěná metodou kapitalizovaných zisků k 1. 1. 2009 činí 4 885 826,- tis. Kč.

4. 6 Zhodnocení výsledku

Ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti byly použity ze skupiny výnosových metod dvě vybrané metody. První metodou byla metoda DCF-Entity a druhou metodou byla metoda kapitalizovaných zisků. Hodnota vlastního kapitálu společnosti dvoufázovou metodou DCF-Entity k datu 1. 1. 2009 činí 3 592 051,- tis. Kč a hodnota společnosti metodou kapitalizovaných zisků je 4 885 828,- tis. Kč. Výsledná tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti Paramo by se měla pohybovat přibližně v intervalu těchto dvou hodnot. Pomocí váženého průměru těchto dvou metod činí hodnota vlastního kapitálu společnosti 4 238 940,- tis. Kč.

Rozdíl ve stanovených hodnotách společnosti je zapříčiněn tím, že metoda DCF-Entity vychází z naplánovaných budoucích dat, oproti tomu metoda kapitalizovaných zisků zjišťuje hodnotu vlastního kapitálu z minulé výkonnosti společnosti, tedy z historických dat. Jelikož hodnota DCF-Entity vychází z budoucích peněžních toků, je pravděpodobné, že hodnota společnosti se může měnit z důvodu nepříznivého vývoje finanční krize a dynamičnosti obchodního prostředí.

Tab. 4. 10 Hodnoty vlastního kapitálu společnosti Paramo, a. s. (v tis. Kč)

Aplikovaná metoda	Tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti
Metoda DCF-Entity	3 592 051
Metoda kapitalizovaných zisků	4 885 826

Z důvodu toho, že metoda DCF-Entity vychází z finančního plánu, který se může od skutečného vývoje lišit, bude následující podkapitola věnována analýze citlivosti.

4. 7 Analýza citlivosti

Při sestavení finančního plánu nemáme jistotu jestli bude tato prognóza naplněna, proto je vhodné provést analýzu citlivosti hodnoty podniku na změnu vstupních parametrů. Parametry, které výrazně mohou ovlivnit hodnotu podniku jsou volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele (FCFF) a velikost nákladů na kapitál (WACC). Tyto vybrané vstupní parametry se však liší vlivem na konečnou hodnotu podniku. Při zvýšení FCFF hodnota podniku roste a naopak při zvýšení WACC hodnota podniku klesá.

Nejprve je nutné stanovit rozmezí, ve kterém se budou sledované parametry měnit. V našem případě bylo zvoleno rozmezí od – 6 % do + 6 %. Tabulka 4. 11 poukazuje na konečné změny hodnoty společnosti vlivem změn vstupního parametru FCFF. Bližší údaje o výpočtu sumy FCFF potřebné ke stanovení změn hodnoty společnosti jsou uvedeny v příloze č. 8.

Hodnota podniku se může pohybovat v rozmezí od 3 901 558,- tis. Kč do 4 399 626,- tis. Kč. První hodnota odpovídá změně hodnoty společnosti o - 5,96 % a druhá výsledná hodnota odpovídá změně hodnoty společnosti o 6,04 % od základní varianty. Z toho vyplývá, že celková 12 % změna parametru FCFF změní hodnotu společnosti o 498 068 tis. Kč

Tab. 4. 11 Citlivost hodnoty společnosti na parametr FCFF (v tis. Kč)

Položky	Pesimistická varianta			Základní varianta	Optimistická varianta		
% Δ FCFF	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%
Σ FCFF	1 203982	1 229599	1 255215	1 280832	1 306449	1 332065	1 357682
Hodnota společnosti	3 901558	3 984569	4 067581	4 148987	4 233605	4 316615	4 399626
Změna oproti zákl. stavu v %	-5,96 %	-3,96 %	-1,96 %	0 %	2,04 %	4,04%	6,04%

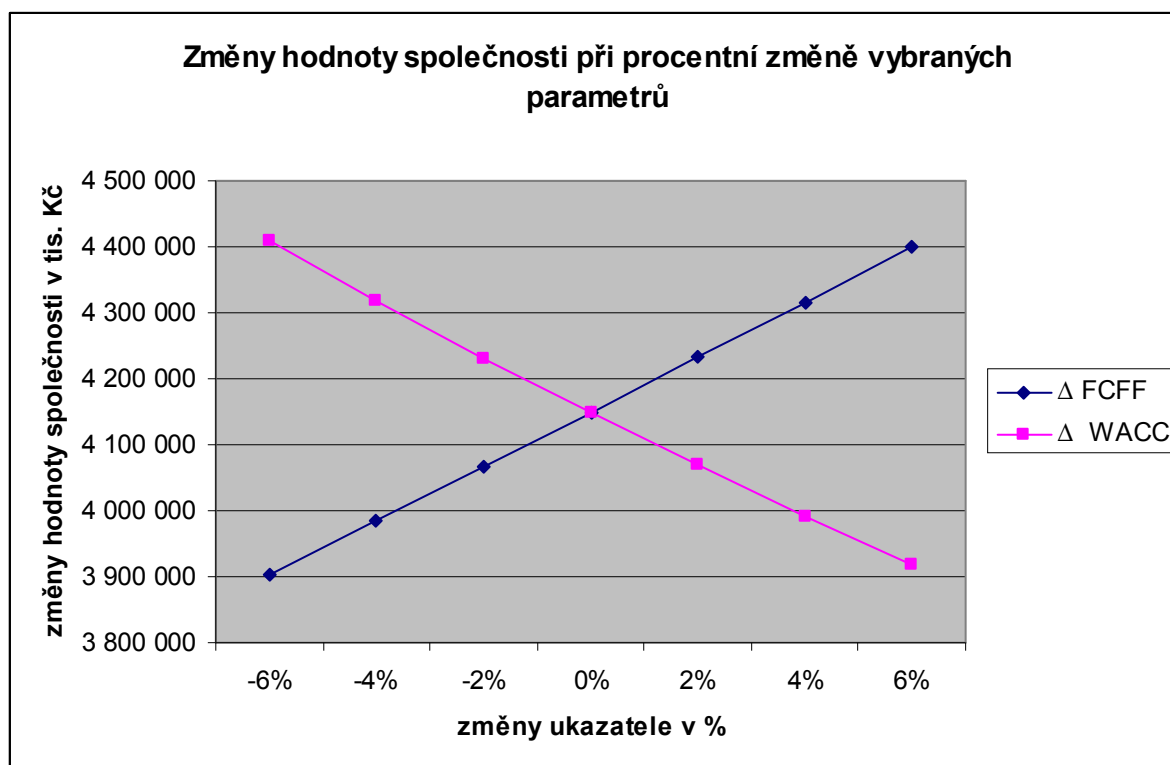
Tabulka 4. 12 se zabývá vlivem změny nákladů celkového kapitálu na hodnotu společnosti. Pokud by se v budoucnu hodnota nákladů vyvíjela pesimistickým směrem a vzrostla by například o 6 %, celková hodnota společnosti by klesla o 5,55 %. V případě opačného vývoje by se hodnota společnosti zvýšila o 6,29 %. Celková 12 % změna parametru WACC změní hodnotu společnosti o 492 222 tis. Kč.

Tab. 4. 12 Citlivost hodnoty společnosti na parametr WACC (v tis. Kč)

Položky	Pesimistická varianta			Základní varianta	Optimistická varianta		
% Δ WACC	6%	4%	2%	0%	-2%	-4%	-6%
Hodnota společnosti	3 918806	3 990275	4 068525	4 148987	4 230916	4 319078	4 410028
Změna oproti zákl. stavu v %	-5,55 %	-3,83 %	-1,94%	0%	1,97 %	4,10 %	6,29 %

Na základě provedené analýzy lze konstatovat, že zvolené parametry FCFF a WACC působí na změnu hodnoty společnosti přibližně stejně. Při nejpesimistější variantě se hodnota společnosti sníží o 5,96 % vlivem změny FCFF a o 5,51 % vlivem změny WACC. V tomto případě má silnější vliv velikost parametru FCFF. Naopak při neoptimistější variantě se hodnota společnosti zvýší o 6,04 % vlivem změny FCFF a o 6,29 % vlivem změny WACC. Zde můžeme sledovat silnější vliv nákladů na celkový kapitál.

Graf 4. 1 Změny hodnoty společnosti při procentní změně vybraných parametrů



Analýzu citlivosti můžeme použít u metody kapitalizovaných zisků při sledování citlivosti změn hodnoty vlastního kapitálu na změnu velikosti účetního zisku. Z tohoto vztahu vyplývá, že při procentním zvýšení účetního zisku dochází k růstu hodnoty vlastního kapitálu společnosti. I zde bylo použito stejné rozmezí změn jako v předchozím případě, jen s tím rozdílem, že při vykazování záporného účetního zisku v roce 2005 byla u optimistické varianty použita právě opačná procentní změna (např. optimistická varianta se 2 % změny účetního zisku byla v roce 2005 hodnota ztráty snížena o 2 %).

Tab. 4. 13 Citlivost vlastního kapitálu společnosti na změny účetního zisku (v tis. Kč)

Položky	Pesimistická varianta			Základní varianta	Optimistická varianta		
% Δ účetního zisku	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %
Hodnota VK	4 682 625	4 750 359	4 818 092	4 885 826	4 953 560	5 021 293	5 089 027
Změna oproti zákl. stavu v %	-4,16 %	-2,77 %	-1,39 %	0 %	1,39 %	2,77 %	4,16 %

Z tabulky 4. 13 můžeme pozorovat, že procentní změny velikosti vlastního kapitálu se jak v optimistické variantě, tak v pesimistické variantě vyvíjí zrcadlově stejně, jen s opačným znaménkem. Při procentních změnách účetního zisku za předpokladu, že ostatní faktory zůstávají neměnné se pohybuje hodnota vlastního kapitálu v rozmezí od 4 682 625 tis. Kč, což je nejpesimistější varianta a mění hodnotu vlastního kapitálu o - 4,16 %, do 5 089 027 tis. Kč, což je nejoptimistější varianta a mění hodnotu vlastního kapitálu o 4,16 %.

4. 8 Stanovení hodnoty akcií společnosti Paramo, a. s.

Hodnota základního kapitálu vykázaná v účetních výkazech je ve výši 1 330 078 tis. Kč a byla vytvořena emisí akcií v počtu 1 330 078 ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč. Účetní hodnota akcie je zjištěna vydělením vlastního kapitálu počtem splacených akcií.

$$\text{Účetní hodnota akcie} = \frac{2\,428\,349\,000}{1\,330\,078} = 1\,826 \text{ Kč}$$

Tržní hodnotu akcie zjistíme jako podíl vlastního kapitálu vypočteného danou metodou a počtem splacených akcií.

$$\text{Hodnota akcie stanovena metodou DCF-Entity} = \frac{3\,592\,051\,000}{1\,330\,078} = 2\,701 \text{ Kč}$$

Hodnota akcie k 1. 1. 2009 stanovena metodou DCF-Entity činí 2 701,- Kč. Tato metoda je jednou z nejlepších oceňovacích metod, která se dnes používá ke stanovení vnitřní hodnoty akcie, protože je založena na projekci budoucího peněžního toku..

$$\text{Hodnota akcie stanovena metodou kapitalizovaných zisků} = \frac{4\,885\,826\,000}{1\,330\,078} = 3\,673 \text{ Kč}$$

Hodnota akcie k 1. 1. 2009 stanovena metodou kapitalizovaných zisků činí 3 673,- Kč. Rozdílem tržní hodnoty akcie a účetní hodnoty akcie, zjistíme hodnotu přidanou trhem. U metody DCF-Entity je tento rozdíl ve výši 875,- Kč a u metody kapitalizovaných zisků ve výši 1 847,- Kč. Nižší hodnota akcie u metody diskontovaných peněžních toků mohla být zapříčiněna zahrnutím vlivu finanční krize do finančního plánu společnosti.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovit hodnotu vlastního kapitálu společnosti pomocí vybraných výnosových metod k 1. 1. 2009.

Předmětem metodologické části práce bylo objasnit význam stanovení hodnoty podniku, významnost provedení strategické a finanční analýzy při oceňování a charakterizovat jednotlivé používané metody oceňování.

Praktická část byla věnována charakteristice oceňované společnosti, její pozici na trhu a provedení strategické a finanční analýzy. Obsahem strategické analýzy byla analýza mikroprostředí podniku, kde jsme analyzovali konkurenci, dodavatele a odběratele podniku. Dále jsme identifikovali charakteristické znaky odvětví a stanovili jsme prognózu vývoje odvětví. Druhou součástí strategické analýzy byla analýza makroprostředí, která byla zaměřena na analýzu vývoje hrubého domácího produktu, vývoje inflace, vývoje průměrné hrubé mzdy a nezaměstnanosti, vývoje vybraných směnných kurzů a zakončena byla nástinem makroekonomického výhledu do budoucna. V této analýze se potvrdila skutečnost, že česká ekonomika se nachází v recesi. Vliv finanční krize na makroekonomické agregáty se projevil výrazným snížením meziročního tempa růstu HDP, kde byl prokázán i vliv na tržby společnosti. Dalším projevem byla zvýšená inflace, která byla zapříčiněna i zvýšením cen ropy, což mělo v konečném důsledku vliv na ceny výrobků pro konečné spotřebitele.

Finanční analýza byla zaměřena na základní poměrové ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti a aktivity. Společnost byla ve sledovaných letech financována převážně z vlastních zdrojů, kdy podíl těchto zdrojů na celkovém kapitálu dosáhl v roce 2008 velikosti 57 %. Analýza zadluženosti tedy potvrdila, že zadluženost společnosti neohrožuje její finanční stabilitu. Ukazatele rentability dosahovaly nejvyšších hodnot v roce 2006 a v dalších letech rentabilita klesala vlivem finanční krize. Likvidita společnosti se vyvíjela poměrně stabilně a lze konstatovat, že nebyla ohrožena její platební schopnost. Ukazatele aktivity vypovídají o stoupající míře efektivního využívání svého majetku. Lze však podotknout, že v posledních dvou letech není dodrženo pravidlo solventnosti, a proto by společnost měla klást důraz na oblast vymáhání pohledávek. Souhrnný bankrotní model tzv. Altmanův model signalizuje, že společnost Paramo se nachází v silné finanční situaci.

Pro samotné ocenění společnosti Paramo, a. s. byla použita metoda diskontovaných peněžních toků DCF-Entity a metoda kapitalizovaných zisků. Pro ocenění metodou DCF-Entity bylo nejprve nutné sestavit finanční plán. Při tomto plánování byla použita metoda pevného podílu na tržbách a průměrného tempa růstu. Následně dle finančního plánu byly

zjištěny volné finanční toky FCFF v jednotlivých letech. Zjištěné FCFF byly poté diskontovány náklady kapitálu, které byly vypočteny stavebnicovou metodou používanou ministerstvem financí. Zjištěná hodnota společnosti metodou DCF-Entity byla ve výši 4 148 987,- tis. Kč, a po odečtení účetních úročených závazků byla hodnota vlastního kapitálu 3 592 051,- tis. Kč. Metoda kapitalizovaných zisků byla provedena pomocí paušální metody na základě trvale udržitelného zisku, kde hodnota společnosti byla ve výši 4 885 826,- tis. Kč.

Výsledná tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti Paramo, a. s. k 1. 1. 2009 pomocí váženého průměru metody DCF- Entity a metody kapitalizovaných zisků činí 4 238 940,- tis Kč.

Seznam použité literatury

Knižní publikace

1. DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2. vyd. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2006. 685 s. ISBN 0-4717-5121-9.
2. DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 192 s. ISBN 80-86119-58-0.
3. DLUHOŠOVÁ, D. a kol. *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování*. Oftis Ostrava 2004. 640 s. ISBN 80-248-0669-X.
4. GRÜNWALD, R. *Finanční analýza pro oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 79 s. ISBN 80-245-0700-5.
5. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. BECK, 2001. 362 s. ISBN 80-7179-529-1.
6. KONEČNÝ, M. *Finanční analýza*. Brno: Sting spol. s r. o., 2003. 96 s. ISBN 80-86342-35-2.
7. MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Diskontní míra v oceňování*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2001. 101 s. ISBN 80-245-0228-3.
8. MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 490 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
9. MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 170 s. ISBN 80-86119-61-0.
10. NEUMAIEROVÁ, I.; NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.

11. SEDLÁČKOVÁ, H. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C. H. BECK, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

12. VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, 1997. 402 s. ISBN 80-86119-21-1.

Internetové zdroje

Burza cenných papírů Praha. Informace potřebné pro stanovení bezrizikové sazby dostupné na internetu: <http://www.pse.cz/Kurzovni-Listek/Oficialni-KL/>

Český statistický úřad. Informace o vývoji makroekonomických veličin – HDP z internetu: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdp_narodni_ucty.

Český statistický úřad. Informace o vývoji míry nezaměstnanosti dostupné na internetu: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zamestnanost_nezamestnanost_prace.

Český statistický úřad. Informace o vývoji průměrné hrubé mzdy dostupné na internetu: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/prace_a_mzdy_prace.

Česká národní banka. Kurzovní lístek České národní banky dostupný na internetu: <http://www.akcie.cz/kurzovni-listek/kurzy-men>.

Ministerstvo průmyslu a obchodu. Informace o likviditě odvětví rafinérské zpracování ropy z internetu: <http://www.mpo.cz/dokument66391.html>.

Paramo. Informace o společnosti Paramo, a. s. a výroční zprávy jednotlivých let dostupné na internetu: <http://www.paramo.cz/cs/vztahy-s-investory/vyrocní-zpravy/>.

Seznam zkratk a symbolů

CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
ČPK	čistý pracovní kapitál
DIV	dividenda
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před úroky a zdaněním
EBT	zisk před zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCFD	volné peněžní toky pro věřitele
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
R_E	náklady na vlastní kapitál
R_D	náklady na cizí kapitál
TUZ	trvale udržitelný zisk
VK	vlastní kapitál
WACC	náklady na celkový kapitál zadlužené firmy
$WACC_U$	náklady na celkový kapitál nezadlužené firmy

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 30. dubna 2010

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Luková 53, Brodek u Přerova 751 03

Seznam příloh

Příloha 1	Konsolidovaná rozvaha v tis. Kč
Příloha 2	Konsolidovaný výkaz zisku a ztrát v tis. Kč
Příloha 3	Tabulkové vyjádření vývoje makroekonomických veličin
Příloha 4	Finanční plán na období 2009 – 2012
Příloha 5	Vývoj čistého pracovního kapitálu v letech 2004 - 2008
Příloha 6	Postupné kroky ke stanovení velikosti nákladů
Příloha 7	Výpočty nákladů na vlastní kapitál v letech 2009 – 2012
Příloha 8	Suma změn FCFF pro výpočet analýzy citlivosti
Příloha 9	Organizační schéma společnosti Paramo, a. s.

Konsolidovaná rozvaha v tis. Kč

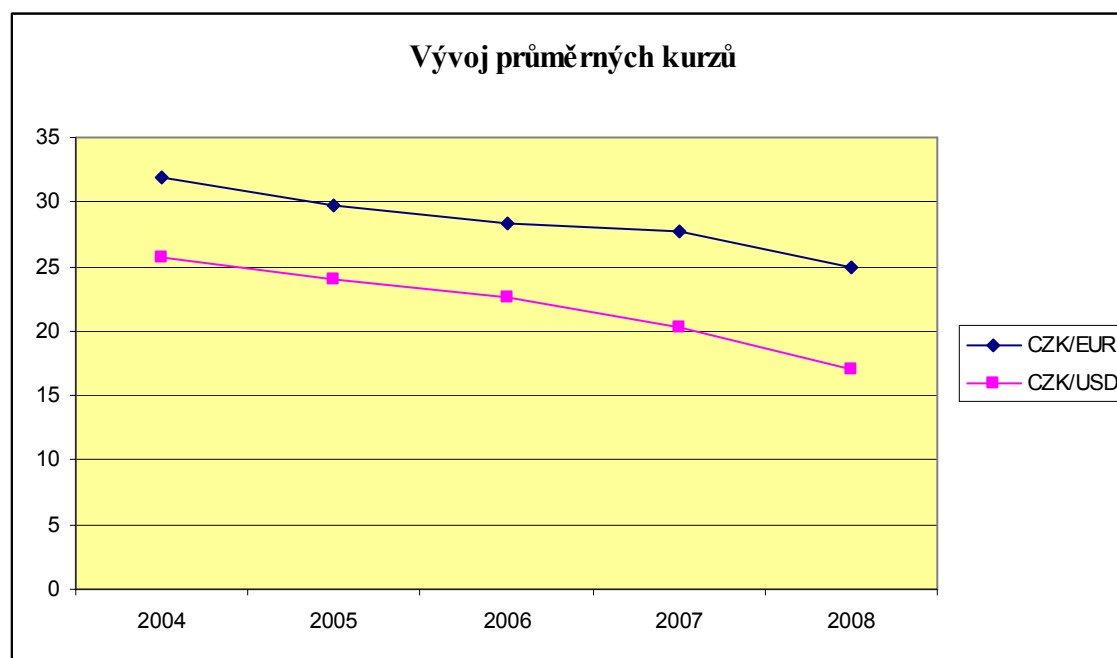
	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008
AKTIVA CELKEM	4 101 408	4 392 660	4 333 377	4 507 159	4 290 588
DLOUHODOBÝ MAJETEK	2 360 173	2 385 986	2 114 653	2 023 815	2 004 120
Dlouhodobý nehmotný majetek	25 644	29 845	32 350	22 888	14 001
Dlouhodobý hmotný majetek	2 332 969	2 355 457	2 072 018	1 991 266	1 978 984
Dlouhodobý finanční majetek	1 560	684	200	40	0
Dlouhodobé pohledávky	0	0	9 583	9 501	10 720
Odložená daňová pohledávka	0	0	502	120	415
OBĚŽNÁ AKTIVA	1 741 235	2 006 674	2 218 724	2 483 344	2 286 468
Zásoby	681 225	839 024	905 446	1 112 065	730 194
Pohledávky z obchodního styku	764 364	984 038	926 450	1 270 482	1 480 039
Peněžní prostředky a ekvivalenty	264 411	138 838	355 863	69 237	19 896
Pohledávky z titulu daně z příjmů	31 235	13 754	6 652	0	11 914
Ostatní oběžná aktiva	0	31 020	24 313	31 560	44 425
	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008
PASIVA CELKEM	4 101 408	4 392 660	4 333 377	4 507 159	4 290 588
VLASTNÍ KAPITÁL	2 259 371	1 926 897	2 190 342	2 390 120	2 428 349
Základní kapitál	1 330 078	1 330 078	1 330 078	1 330 078	1 330 078
Statutární fondy	266 054	268 073	266 019	279 621	290 465
Fondy z přecenění	54	54	54	0	0
Úpravy HV z přepočtu cizích měn	626	25	110	107	787
Nerozdělené zisky minulých let	662 559	328 667	594 081	780 528	807 019
CIZÍ ZDROJE	1 839 332	2 465 763	2 143 035	2 117 039	1 862 239
Závazky a časové rozlišení	1 285 465	1 574 896	1 474 065	1 662 012	1 258 650
Krátkodobá část dlouh. závazků	83 306	145 200	188 494	88 674	72 583
Krátkodobé úvěry	20 000	350 000	0	156 567	400 353
Krátk. část závazků z fin. nájmu	2 248	2 423	1 280	252	310
Rezervy	25 838	13 149	334	494	1 734
Závazek z titulu daně z příjmů	41 640	0	0	21 459	0
Krátkodobé závazky celkem	1 458 497	2 085 668	1 664 173	1 929 458	1 733 630
Dlouhodobé úvěry a půjčky	362 306	365 746	464 306	156 000	84 000
Závazek z titulu odložené daně	7 281	2 469	48	16 926	28 886
Rezervy	4 164	7 776	4 808	4 808	4 922
Závazky z finančního nájmu	3 705	1 280	0	346	81
Ostatní dlouhodobé závazky	5 720	2 824	9 700	9 501	10 720
Dlouhodobé závazky celkem	383 176	380 095	478 862	187 581	128 609

Konsolidovaný výkaz zisku a ztrát v tis. Kč

	2004	2005	2006	2007	2008
Výnosy	9 142 977	11 081 586	11 821 326	11 043 856	12 304 803
Náklady na výrobu a prodej	8 435 355	10 611 547	11 247 173	10 284 689	11 741 843
Hrubý zisk	707 622	470 039	574 153	759 167	562 960
Ostatní provozní výnosy	18 790	27 493	255 868	169 218	147 707
Náklady na distribuce	86 966	320 867	317 136	321 567	314 072
Všeobecné a administrativní náklady	297 363	249 932	178 166	170 498	175 305
Ostatní provozní náklady	139 384	61 453	37 899	149 119	133 834
Zisk z provozní činnosti	202 699	-134 720	296 820	287 201	87 456
Finanční výnosy	143 035	76 911	61 173	1 433	7 010
Finanční náklady	174 718	136 876	92 882	49 946	44 374
Finanční náklady netto	-31 683	-59 965	-31 709	48 513	37 364
Zisk před zdaněním	171 016	-194 685	265 111	238 688	50 092
Daň z příjmů	41 382	16 660	222	38 747	13 679
Zisk po zdanění	129 634	-178 025	265 333	199 941	36 413
Zisk/ztráta na akcii (v Kč)	97,46	-133,85	199,49	150,32	27,38

Tabulkové a grafické vyjádření vývoje makroekonomických veličin

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
HDP mld. Kč	2 814,8	2 983,9	3 222,4	3 535,5	3 689,0
Reálný růst HDP v %	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5
Inflace v %	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3
Průměrný kurz CZK/EUR	31,904	29,784	28,343	27,762	24,942
Průměrný kurz CZK/USD	25,701	23,947	22,609	20,308	17,035
Míra nezaměstnanosti	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4
Průměrná hrubá měsíční mzda	19 183	19 963	21 269	22 641	24 484
Prům.hr.měs.mzda v odvětví	25 484	27 383	29 785	30 864	34 095



Finanční plán na období 2009 – 2012

Rozvaha	2008	2009	2010	2011	2012
Dlouhodobý nehmotný majetek	14 001	14 001	14 001	14 001	14 001
Dlouhodobý hmotný majetek	1 978 984	1 906 653	1 880 037	1 851 825	1 821 356
Ostatní dlouhodobý majetek	11 135	11 135	11 135	11 135	11 135
Dlouhodobý majetek	2 004 120	1 931 789	1 905 173	1 876 961	1 846 492
Zásoby	730 194	765 903	803 358	842 645	883 853
Pohledávky	1 480 039	1 763 156	2 100 429	2 502 220	2 980 870
Pěněžní prostředky	19 896	17 758	15 850	14 146	12 626
Ostatní aktiva	56 339	56 339	56 339	56 339	56 339
Oběžná aktiva	2 286 468	2 603 155	2 975 976	3 415 350	3 933 688
Aktiva celkem	4 290 588	4 534 944	4 881 149	5 292 312	5 780 180
Základní kapitál	1 330 078	1 330 078	1 330 078	1 330 078	1 330 078
Statutární fondy	290 465	290 465	290 465	290 465	290 465
Nerozdělené zisky minulých let	807 019	865 803	1 001 261	1 174 020	1 393 008
Úpravy HV z přepočtu cizích měn	787	787	787	787	787
Vlastní kapitál	2 428 349	2 487 133	2 622 591	2 795 350	3 014 338
Rezervy	4 922	5 214	5 523	5 851	6 198
Dlouhodobé závazky	128 609	113 136	99 525	87 551	77 018
Krátkodobé závazky	1 733 630	1 934 674	2 159 033	2 409 410	2 688 823
Bankovní úvěry a výpomoci	556 936	573 644	602 326	638 466	689 543
Cizí zdroje	1 862 239	2 047 811	2 258 558	2 496 962	2 765 842
Pasiva celkem	4 290 588	4 534 944	4 881 149	5 292 312	5 780 180

Zjednodušený výkaz zisku a ztrát	Výchozí období	1. fáze			2. fáze
	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby	12 304 803	12 673 947	13 307 644	14 106 103	15 234 591
Provozní náklady	11 741 843	11 958 462	12 556 385	13 309 768	14 374 550
Odpisy	171 917	164 761	172 999	183 379	198 050
EBIT	391 043	550 724	578 260	612 955	661 992
Placené úroky	32 946	35 800	38 901	42 271	45 933
EBT	358 097	514 924	539 359	570 684	616 059
Daň	68 038	97 835	102 478	108 430	117 051
EAT	290 059	417 088	436 880	462 254	499 008

Příloha č. 5

Vývoj čistého pracovního kapitálu v letech 2004 - 2008

v tis.	2004	2005	2006	2007	2008	Φ tempo růstu
Zásoby	681225	839024	905446	1112065	730194	1,05
Pohledávky	764364	984038	926450	1270482	1480039	1,2
Kr. fin. majetek	264 411	138 838	355 863	69 237	19 896	0,9
Krátk. závazky	1 297 021	2 085 667	1 664 173	1 929 458	1 733 630	1,1
ČPK	412 979	-123 767	523 586	522 326	496 499	-
Δ ČPK		-536 746	647 353	-1 260	-25 827	-

Příloha č. 6

Postupné kroky ke stanovení velikosti nákladů

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
Bezriziková sazba	3,93%	4,22%	4,14%	4,14%	4,14%
X1	0,0412	0,0421	0,0427	0,0430	0,0427
EBIT/A	0,0911	0,1214	0,1185	0,1158	0,1145
$R_{\text{podnikatelské}}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Běžná likvidita	1,32	1,35	1,38	1,42	1,46
XL=průměr průmyslu	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01
$R_{\text{fin.stab.}}$	0%	0%	0%	0%	0%
Úplatné zdroje	556 936	573 644	602 326	638 466	689 543
R_{LA}	3,55%	3,50%	3,42%	3,32%	3,17%
WACCu	7,480%	7,72%	7,56%	7,46%	7,31%
WACC	7,296%	7,53%	7,38%	7,28%	7,14%
Re	5,41%	5,67%	5,77%	5,84%	5,83%

Postupy výpočtů nákladů na vlastní kapitál v letech 2009 - 2012

rok 2009

$$R_E = \frac{7,72\% \cdot \frac{573\,644}{4\,534\,944} - (1 - 19\%) \cdot \frac{35\,800}{573\,644} \cdot \left(\frac{573\,644}{4\,534\,944} - \frac{2\,487\,133}{4\,534\,944} \right)}{\frac{2\,487\,133}{4\,534\,944}} = 5,67\%$$

rok 2010

$$R_E = \frac{7,56\% \cdot \frac{602\,326}{4\,881\,149} - (1 - 19\%) \cdot \frac{38\,901}{602\,326} \cdot \left(\frac{602\,326}{4\,881\,149} - \frac{2\,622\,591}{4\,881\,149} \right)}{\frac{2\,622\,591}{4\,881\,149}} = 5,77\%$$

rok 2011

$$R_E = \frac{7,46\% \cdot \frac{638\,466}{5\,292\,312} - (1 - 19\%) \cdot \frac{42\,271}{638\,466} \cdot \left(\frac{638\,466}{5\,292\,312} - \frac{2\,795\,350}{5\,292\,312} \right)}{\frac{2\,795\,350}{5\,292\,312}} = 5,84\%$$

rok 2012

$$R_E = \frac{7,31\% \cdot \frac{689\,543}{5\,780\,180} - (1 - 19\%) \cdot \frac{45\,933}{689\,543} \cdot \left(\frac{689\,543}{5\,780\,180} - \frac{3\,014\,338}{5\,780\,180} \right)}{\frac{3\,014\,338}{5\,780\,180}} = 5,83\%$$

Suma změn FCFF pro výpočet analýzy citlivosti

% Δ FCFF	FCFF				Σ FCFF
	2009	2010	2011	2012	
6%	396 203	333 936	319 557	307 985	1 357 682
4%	388 728	327 635	313 528	302 174	1 332 065
2%	381 252	321 335	307 499	296 363	1 306 449
0%	373 776	315 034	301 469	290 552	1 280 832
-2%	366 301	308 733	295 440	284 741	1 255 215
-4%	358 825	302 433	289 410	278 930	1 229 599
-6%	351 350	296 132	283 381	273 119	1 203 982

Organizační schéma společnosti Paramo, a. s.

